MONETARY POLICY REPORT

– May 2000 –

Summary

Bolstered by vigorous domestic demand and stronger-than-expected global economic growth, Canada's economy has outperformed expectations since last November's *Report*.

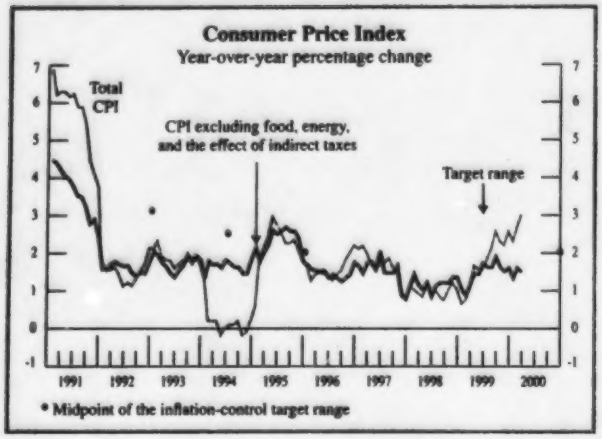
The U. S. economy has continued to soar, and the pace of activity in European economies and emerging markets has also accelerated. This stronger global economic momentum carries with it an increasing risk of potential inflation pressures. This is especially true in the United States, where levels of resource utilization are high and aggregate demand growth continues to exceed the growth of potential output. The upsurge in world oil prices has also fed into higher headline rates of inflation in most countries.

Canada's economic performance over this period has been positive, with robust growth and a trend rate of inflation that is among the lowest in the industrialized countries. Our low inflation has helped to keep interest rates below those of the United States.

These developments raise three key areas of uncertainty for the conduct of Canadian monetary policy. First, the momentum of demand in Canada from both international and domestic sources could continue to outpace expectations. Second, a buildup in inflationary pressures in the United States could

Highlights

- The Bank has raised its projection for Canadian economic expansion this year to a range of 4 to 4.5 per cent.
- Given the momentum of aggregate demand and high levels of activity, core inflation is expected to rise gradually this year to close to 2.0 per cent.
- An important risk is the possibility that demand in Canada from both international and domestic sources will continue to outpace expectations.
- Although capacity output may also be higher than expected, the Bank is taking a cautious approach to projecting potential growth.
- In these circumstances, the Bank must carefully assess the balance between aggregate demand and supply, and be ready to adjust monetary conditions in a timely manner.


Consumer Price Index
Year-over-year percentage change
Total CPI
CPI excluding food, energy, and the effect of indirect taxes
Target range
1991 1992 1993 1994 1995 1996 1997 1998 1999 2000
* Midpoint of the inflation-control target range

have implications for Canada. Third, the capacity of the Canadian economy to produce goods and services without adding to inflationary pressures may be higher than previously thought.

Recent Developments

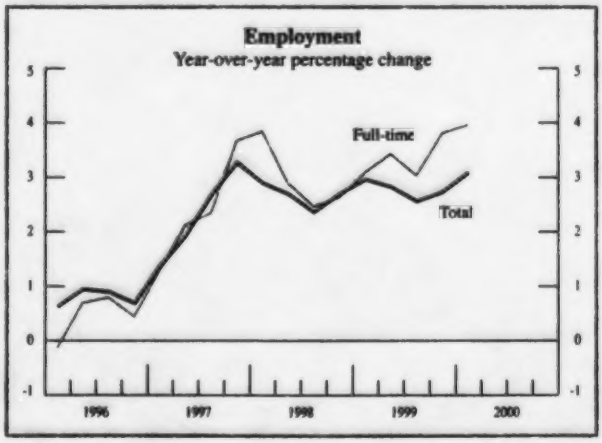
Canada's real GDP rose at an annual rate of 5.0 per cent in the second half of 1999, compared with 4.3 per cent in the first half. Current information points to a continuation of this strong forward momentum in 2000. For the first quarter of this year, the available information suggests GDP growth of between 4 and 5 per cent, with full-time employment up nearly 4.5 per cent.

The last six months have also seen an unexpected decline in core inflation. The core CPI (CPI excluding food, energy, and the effect of changes in indirect taxes) was 1.5 per cent in March compared with 1.9 per cent last September. Some of this deceleration resulted from intense retail competition and from the appreciation of the Canadian dollar, which lowered prices for most imported non-energy consumer goods and services.

At the same time, substantially higher energy prices have pushed the total CPI to 3.0 per cent.

Wage growth has increased somewhat since mid-1999, but remains modest relative to productivity gains and inflation. The recent increase in investment by businesses in machinery and equipment, particularly computers, bodes well for future productivity growth.

Based on the Bank's conventional measures, the Canadian economy appeared to be operating above its estimated capacity output at the end of 1999. Because of the uncertainty that surrounds these estimates, we have stressed the need to look at a range of indicators of pressures on capacity. Some of these indicators, which include the unexpectedly lower rate of core inflation, suggest that the Bank's conventional measures



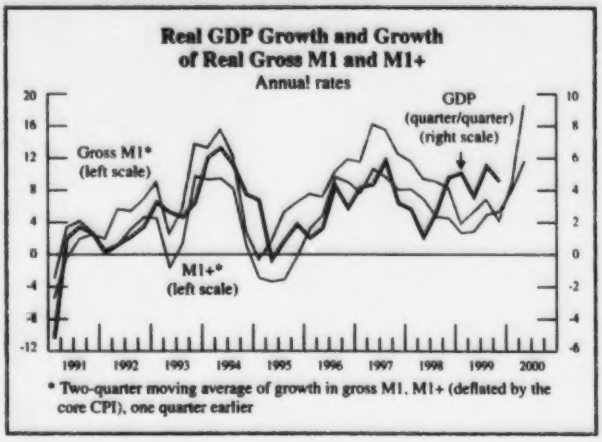
100-05151/

may have been underestimating the economy's ability to produce goods and services without adding to inflationary pressures.

On balance, based on the full range of indicators, it is the Bank's judgment that the economy, as of the end of 1999, had not yet moved into a position of excess demand but that it was rapidly absorbing capacity.

To ensure that the stronger-than-expected momentum of aggregate demand did not risk placing undue pressure on the economy's production capacity, and thus on inflation, the Bank raised the Bank Rate by 25 basis points on both 3 February and 22 March, moving the Bank's target overnight lending rate to 5.25 per cent. These actions also took into account the implications for Canada of increases in the U.S. Federal Reserve's target rate for federal funds as well as the implications of the strong demand pressures in the United States spilling over into Canada. Having already anticipated these policy actions, money markets in both countries were largely unaffected by the moves.

The trade-weighted value of the Canadian dollar has remained relatively firm, reflecting Canada's positive economic fundamentals. Combined with the rise in short-term interest rates, this has tightened overall monetary conditions.



The Outlook for Inflation

The U.S. economy has continued to steam ahead. Real GDP growth averaged 4.6 per cent over the four quarters of 1999, and this forward momentum has carried into the new year. The high level of resource utilization and the underlying rate of growth of aggregate demand relative to potential output continue to pose a possible inflation risk. In response, the U.S. monetary authorities have been gradually raising interest rates. While price and cost pressures have so far been contained, there is a clear need for the pace of growth of the U.S. economy to slow to rates close to, or below, the growth of potential output as we progress through this year and into 2001.

This buoyant U.S. picture, combined with Canada's high levels of business investment and solid employment gains, augurs well for continued strong economic growth in Canada this year. The rapid growth of the narrow monetary aggregates reinforces this view.

Given this strong momentum of aggregate demand, the Bank has raised its projection of growth for the

Canadian economy this year to a range of 4 to 4.5 per cent. At this pace, capacity pressures will intensify. Therefore, core inflation is expected to rise close to the midpoint of the inflation-control target range. For the core inflation rate to remain steady near 2 per cent, some deceleration in the overall pace of economic expansion in Canada will be required during 2001. This would entail a combination of a slowdown in the U.S. economy and some moderation in the growth of domestic spending in Canada.

The rate of increase in the total CPI is expected to move down towards core inflation. On the assumption that world prices for crude oil remain near US$25 per barrel, this movement should begin in the second quarter of this year.

The main risks to this outlook are the possibility of continued stronger-than-expected momentum of aggregate demand from both the U.S. economy and domestic spending as well as the possibility of a potential increase in inflation pressures in the United States. While capacity output in Canada may be higher over the projection period than expected, the Bank is inclined to take a cautious approach to projecting a permanently higher rate of potential growth.

The challenge for monetary policy will be to carefully assess the balance between aggregate demand and supply under these circumstances of strong demand growth and high levels of activity. To preserve the low trend of inflation that has been benefiting the Canadian economy, the Bank must be ready to adjust monetary conditions in a timely manner.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in May and November. Regular *Updates* are published in August and February. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Services, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bank-banque-canada.ca
or visit our Web site: http://www.bank-banque-canada.ca

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– mai 2000 –

Sommaire

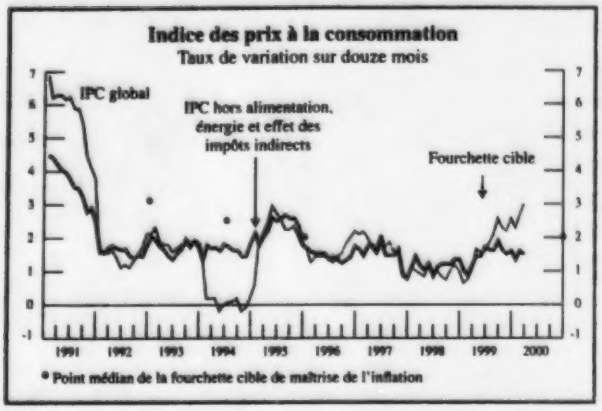
Stimulée par la vigueur de la demande intérieure et la croissance économique plus vive que prévu à l'échelle mondiale, la tenue affichée par l'économie canadienne depuis la publication du *Rapport* de novembre dernier a dépassé toutes les attentes.

L'essor de l'économie américaine s'est poursuivi, et le rythme de l'activité s'est accéléré également en Europe et dans les pays à marché émergent. L'accélération de l'expansion de l'économie mondiale a accru le risque d'une montée des pressions inflationnistes. Cela est particulièrement vrai aux États-Unis, où le niveau d'utilisation des ressources est élevé et où la croissance de la demande globale continue d'excéder celle de la capacité de production. La flambée des cours mondiaux du pétrole a aussi contribué à faire grimper les taux d'inflation cités dans les manchettes dans la plupart des pays.

La tenue de l'économie canadienne au cours de cette période a été bonne, grâce à une forte croissance et à l'un des taux d'inflation tendancielle les plus bas au sein des pays industrialisés. Notre faible niveau d'inflation nous a permis de maintenir des taux d'intérêt inférieurs à ceux pratiqués aux États-Unis.

Faits saillants

- La Banque a haussé ses prévisions du taux de croissance au Canada et estime maintenant qu'il se situera cette année à l'intérieur d'une plage de 4 à 4,5 %.
- Étant donné la vigueur de la demande globale et les hauts niveaux d'activité, on s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence monte graduellement cette année jusqu'à près de 2 %.
- Un des principaux facteurs de risque est la possibilité que la demande de biens et services canadiens au pays et à l'étranger continue de dépasser les attentes.
- Bien que les capacités de production puissent aussi être plus élevées que prévu, la Banque se montre prudente dans ses projections concernant la croissance de la production potentielle.
- Dans ce contexte, la Banque doit évaluer avec soin l'équilibre entre la demande et l'offre globales, et se tenir prête à modifier en temps opportun les conditions monétaires.



Cette évolution met en évidence trois facteurs d'incertitude importants dont il faudra tenir compte dans la conduite de la politique monétaire au Canada. Tout d'abord, la croissance de la demande de produits canadiens au pays et à l'étranger pourrait demeurer plus robuste que prévu. Deuxièmement, une intensification des pressions inflationnistes aux États-Unis pourrait avoir des conséquences pour le Canada. Troisièmement, la capacité de l'économie canadienne de produire des biens et des services sans que ne s'attisent les tensions inflationnistes pourrait être supérieure à ce qu'on avait pensé antérieurement.

L'évolution récente

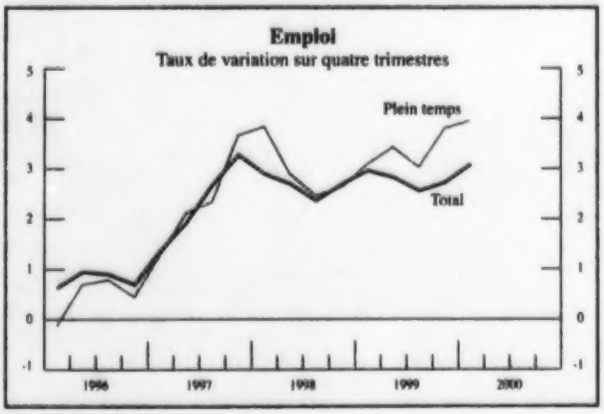
Le PIB réel du Canada a crû de 5,0 % en taux annuel au second semestre de 1999, contre 4,3 % au premier. Les renseignements actuellement disponibles incitent à croire que cette forte progression se poursuivra en 2000. En ce qui concerne le premier trimestre de l'année, les données recueillies à ce jour laissent entrevoir une croissance du PIB entre 4 et 5 % et indiquent un taux d'augmentation du nombre d'emplois à plein temps de près de 4,5 %.

Au cours des six derniers mois, on a enregistré une baisse inattendue de l'inflation mesurée par l'indice de référence (IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects). Le taux d'accroissement de cet indice se situait à 1,5 % en mars, alors qu'il était de 1,9 % en septembre dernier. Ce ralentissement s'explique en partie par la vive concurrence que se livrent les détaillants et par l'appréciation du dollar canadien, laquelle a entraîné une diminution des prix de la majorité des produits de consommation non énergétiques importés (biens et services).

Parallèlement, le renchérissement marqué de l'énergie a poussé l'inflation mesurée par l'IPC global à 3,0 %.

Le taux de croissance des salaires a augmenté légèrement depuis le milieu de 1999, mais il demeure modeste comparativement aux gains de productivité réalisés et à l'inflation observée. La hausse récente des investissements des entreprises en machines et matériel, surtout en ordinateurs, est de bon augure pour la croissance future de la productivité.

Selon les techniques de mesure employées habituellement par la Banque,

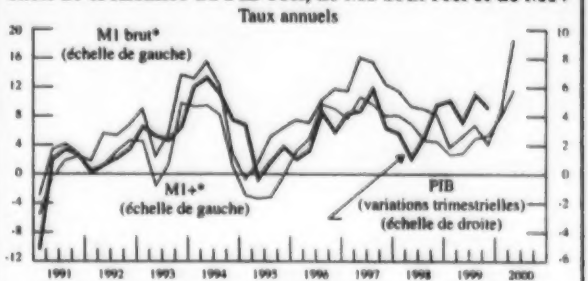


l'économie canadienne semblait tourner à la fin de 1999 à un régime supérieur à celui qui correspond à sa capacité de production estimée. Étant donné l'incertitude dont sont entachées ces estimations, nous avons souligné la nécessité de suivre de près une vaste gamme d'indicateurs des pressions qui se font sentir sur la capacité de production. Un certain nombre de ces indicateurs, y compris l'inflation mesurée par l'indice de référence, qui s'est avérée moins élevée que prévu, portent à croire que les mesures usuelles de la Banque ont sous-estimé la capacité de l'économie de produire des biens et services sans que s'intensifient les pressions inflationnistes.

Somme toute, en se fondant sur l'éventail complet des indicateurs, la Banque considère que l'économie n'était pas encore aux prises avec une demande excédentaire à la fin de 1999, mais qu'elle était en train d'absorber rapidement les capacités inutilisées.

Afin d'éviter que la vigueur supérieure aux attentes affichée par la demande globale n'exerce des pressions indues sur la capacité de production de l'économie, et donc sur l'inflation, la Banque a relevé le taux officiel d'escompte de 25 points de base les 3 février et 22 mars derniers, portant ainsi le taux cible du financement à un jour à 5,25 %. Ces mesures ont également tenu compte de l'incidence sur l'économie canadienne des augmentations du taux cible établi par la Réserve fédérale américaine pour les fonds fédéraux ainsi que d'une propagation à notre pays des fortes tensions émanant de la demande aux États-Unis. Comme ces mesures avaient déjà été anticipées par les marchés monétaires canadien et américain, elles n'ont presque pas eu d'effet sur eux.

Taux de croissance du PIB réel, de M1 brut réel et de M1+



* Moyenne mobile sur deux trimestres du taux de croissance de M1 brut et de celui de M1+ (corrigés par l'indice de référence); chiffres du trimestre précédant le trimestre considéré

Le cours de notre monnaie pondéré en fonction des échanges commerciaux est demeuré relativement ferme, ce qui reflète la solidité des facteurs fondamentaux de l'économie canadienne. Cette fermeté, conjuguée au redressement des taux d'intérêt à court terme, a donné lieu à un resserrement des conditions monétaires globales.

Les perspectives en matière d'inflation

L'économie américaine a conservé sa vive allure. La croissance du PIB réel s'est chiffrée en moyenne à 4,6 % au quatrième trimestre de 1999, et cet essor de l'activité s'est poursuivi durant les premiers mois de 2000. Les risques d'une résurgence de l'inflation persistent en raison du haut niveau d'utilisation des ressources et du rythme rapide que connaît la croissance tendancielle de la demande globale par rapport à celui de la production potentielle. Aussi les autorités monétaires américaines ont-elles graduellement relevé les taux d'intérêt. Si les pressions à la hausse sur les prix et les coûts ont été contenues jusqu'ici, il ne fait aucun doute que l'expansion

économique aux États-Unis devra ralentir et s'établir à des niveaux proches du taux de croissance de la production potentielle, sinon inférieurs à celui-ci, au cours de 2000 et durant les premiers mois de 2001.

Ce tableau très favorable de l'économie américaine, conjugué au niveau élevé des investissements des entreprises et à la solide progression de l'emploi au Canada, laisse présager la poursuite de l'expansion vigoureuse de l'activité économique au pays cette année. La croissance rapide des agrégats monétaires au sens étroit corrobore ce pronostic.

Compte tenu du dynamisme de la demande globale, la Banque a révisé à la hausse ses prévisions relatives au taux de croissance de l'économie canadienne et s'attend maintenant à ce que celui-ci se situe à l'intérieur d'une plage de 4 à 4,5 % en 2000. Un tel essor entraînerait une intensification des pressions sur la capacité de l'économie. Par conséquent, on s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence monte près du point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation. Pour que l'inflation mesurée par cet indice se maintienne aux alentours de 2 %, le rythme global de l'expansion économique au Canada devra se ralentir en 2001. Cela suppose à la fois une décélération de l'expansion économique aux États-Unis et un tassement de la croissance de la demande intérieure au Canada.

On prévoit que le taux d'augmentation de l'IPC global descendra près de celui de l'indice de référence. Si le prix mondial du baril de pétrole brut continue d'avoisiner 25 $ É.-U., ce mouvement devrait s'amorcer durant le deuxième trimestre de l'année.

Les principaux risques qui pèsent sur ces prévisions sont la possibilité que la demande globale de biens et services canadiens demeure plus vigoureuse que prévu tant aux États-Unis qu'au pays et celle que les pressions inflationnistes s'accentuent chez notre voisin du sud. Il se peut que la capacité de production de l'économie canadienne soit supérieure en 2000 et 2001 aux prévisions de la Banque, mais celle-ci hésite à tabler sur un taux de croissance durablement plus élevé de la production potentielle.

Le défi qui se posera aux autorités monétaires sera d'évaluer avec soin où se situe l'équilibre entre l'offre et la demande globales dans ce contexte de forte croissance de la demande et de niveaux élevés d'activité. Pour que la tendance de l'inflation se maintienne au bas niveau qui s'est avéré bénéfique à l'économie canadienne, la Banque doit se tenir prête à modifier en temps opportun les conditions monétaires.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en mai et en novembre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en août et en février. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, Services de communication, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@bank-banque-canada.ca;
site Web : http://www.bank-banque-canada.ca

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

– May 2000 –

The 1998 sterling silver proof dollar featured on the cover was designed by Adeline Halvorson and commemorates the 125th anniversary of the founding of the North-West Mounted Police. At the time of Confederation in 1867, Canada consisted of only four eastern provinces. In 1870, the government acquired a huge expanse of land from the Hudson's Bay Company. Plans to open the region to settlement required the suppression of the whisky trade and the establishment of peaceful relations with the Native peoples. In May 1873, the North-West Mounted Police force was created to bring law, order, and Canadian authority to the western frontier. The reverse of the coin features a mounted member of that early force, which, in 1920, became the Royal Canadian Mounted Police. The obverse bears the effigy of Her Majesty Queen Elizabeth II by artist Dora de Pédery-Hunt.

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

3827
CN ISSN 1201-6765

Printed in Canada on recycled paper

MONETARY POLICY REPORT

— May 2000 —

Up to now, our inflation performance has been somewhat better than we had expected . . . . This good inflation performance bodes well for the continued expansion of the Canadian economy. But what remains to be seen is whether this expansion will bring with it strong productivity gains for Canada similar to those witnessed in the United States. One thing is clear. The job of the Bank of Canada must be to keep inflation in Canada low and stable. Without that, we will be risking both the economic expansion and the potential productivity gains.

– Gordon Thiessen

The Conduct of Monetary Policy When You Live Next Door to a Large Neighbour

Remarks by Gordon Thiessen
Governor of the Bank of Canada
to the Canadian Society of New York
New York, U.S.A.
9 March 2000

Contents

1. Introduction 5

2. Recent Developments in Inflation 6

Inflation and the target range 6
Factors at work on inflation 10

3. Achieving the Inflation-Control Targets 16

4. The Outlook for Inflation 19

International background 19
Aggregate demand and supply in Canada .. 21
Measures of inflation expectations 24
Other factors affecting inflation 25
Other indicators of inflation pressures 25
Monetary and credit indicators 26
Inflation projection 28

5. Conclusions 29

Bibliography 30

Canada's Inflation-Control Strategy

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively and thereby contributes to better growth over time.
- Inflation-control targets ensure that monetary policy works to moderate cyclical fluctuations in income and employment. These targets help the Bank to make more accurate judgments about the growth potential of the economy.

The monetary policy instrument

- The Bank of Canada uses its influence on short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target range. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in monetary conditions is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. In December 1993, this target range was extended to the end of 1998. In February 1998, it was extended again to the end of 2001.
- By the end of 2001, the government and the Bank plan to determine the long-run target for monetary policy consistent with price stability.

Monitoring inflation

- In the short run, there is a good deal of movement in the CPI caused by transitory fluctuations in the prices of food and energy, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on the CPI excluding food, energy, and the effect of indirect taxes. This measure is referred to as the *core* CPI.
- Over longer periods, the measures of inflation based on the total CPI and the core CPI tend to follow similar paths. In the event of persistent differences between the trends of the two measures, the Bank would adjust its desired path for core CPI inflation so that total CPI inflation would come within the target range.

1. INTRODUCTION

The pace of global economic expansion has strengthened . . .

The global economy has shown greater strength than was anticipated at the time of the November *Report*. Growth in both the emerging-market and European economies has accelerated, and the pace of the economic expansion in the United States has increased even further. Japan, however, has not yet shared in this stepped-up activity.

. . . bringing with it increased risk of potential inflation pressures.

This strengthening pace of global economic expansion carries with it an increasing risk of potential inflation pressures. This is especially true for the United States, where there is mounting evidence that demand is pressing against supply, particularly in the labour market. In addition, because of the marked rise in world oil prices during the winter, the headline rate of consumer inflation increased sharply in most countries.

The Canadian economy has outperformed expectations.

Canada's economic performance over the past six months has also exceeded expectations. Growth has been stronger than projected, reflecting both the buoyancy of external demand and more vigorous domestic demand. The trend of inflation has been lower than expected, however, and has remained among the lowest in the major industrial countries. This low level of inflation is one of the main reasons why Canadian interest rates have stayed below comparable U.S. rates.

These developments raise several key areas of uncertainty for the conduct of Canadian monetary policy in the period ahead. First, the momentum of demand in Canada from both international and domestic sources could continue to outpace expectations. Second, a possible buildup of inflationary pressures in the United States could have implications for Canada. Third, the capacity of the Canadian economy to produce goods and services without adding to inflationary pressures may be higher than previously thought.

This report includes information received to 1 May 2000.

2. Recent Developments in Inflation

The reduction in core inflation over the past six months was unexpected . . .

Since last autumn, core inflation (CPI excluding food, energy, and the effect of changes in indirect taxes) has moved down within the lower part of the Bank's inflation-control target range. This decline was not anticipated. At the time of the November 1999 *Report*, core inflation was expected to increase to the mid-point of the 1 to 3 per cent target range in the first quarter of 2000. The substantial jump in energy prices moved the rate of increase in the total CPI sharply higher to the upper end of the target range.

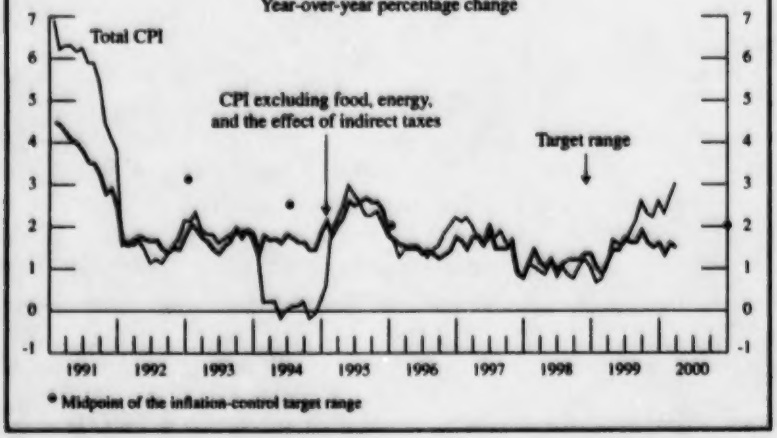
Inflation and the target range

The 12-month rate of increase in the core CPI was 1.5 per cent in March, compared with 1.9 per cent last September (Chart 1). Other statistical measures of the trend rate of inflation are around the level of core inflation (Chart 2).

Chart 1

Consumer Price Index

Year-over-year percentage change



. . . and resulted from a number of factors.

This recent decline in core inflation can be explained largely by developments in several components of household spending. Over the past year, prices for most imported non-energy consumer goods and services declined as a result of the appreciation of the Canadian dollar and lower U.S. dollar prices for these items. Competitive pressures in the retail sector have also been intense, leading to discounts on semi-durable consumer goods such as clothing and footwear, and, to a lesser extent, on durables such as automobiles and household appliances. In addition, the possibility of less

Chart 2

Core CPI and Statistical Measures of the Trend Inflation Rate

Year-over-year percentage change

* CPIX excludes the eight most volatile components from the CPI as well as the effect of indirect taxes on the remaining components.

** CPIW adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability.

pressure on capacity output than was previously expected appears to have played a role.

Despite the decline in core inflation, the 12-month rate of increase in the total CPI rose from 2.6 per cent in September to 3 per cent in March. This divergence reflects the impact of the dramatic rise in energy prices on the total CPI (Technical Box 1).

Higher energy prices explain the rise in the total CPI.

The hike in energy prices was caused primarily by the sharp run-up in crude oil prices over the past year that resulted from supply constraints by OPEC and several non-OPEC producers, and from rising global demand. Natural gas prices also rose, but less than oil prices. More recently, world prices for crude oil have fallen back somewhat from their first-quarter peak.

Prices for many other non-agricultural commodities—notably base metals and pulp—have also moved up substantially, largely because of strengthening global demand. These increases, combined with higher oil prices, have caused the average U.S. dollar price of the major primary commodities produced in Canada (as measured by the Bank of Canada's commodity price index) to rise by 32 per cent since the end of 1998 (Chart 3). This substantial recovery in the prices of Canada's commodity exports also accounts for the marked rise in 1999 of the chain price index for GDP (a broad price measure of the goods and services produced in Canada), relative to the core CPI (Chart 4).

Chart 3

Bank of Canada Commodity Price Index

1982–90 = 100, in U.S. dollars

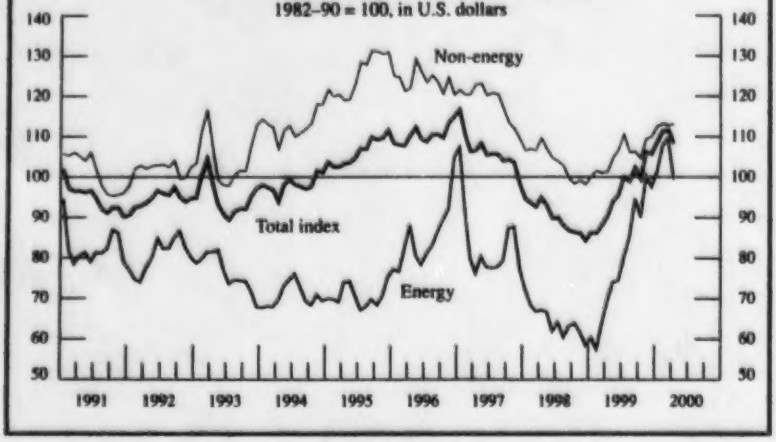
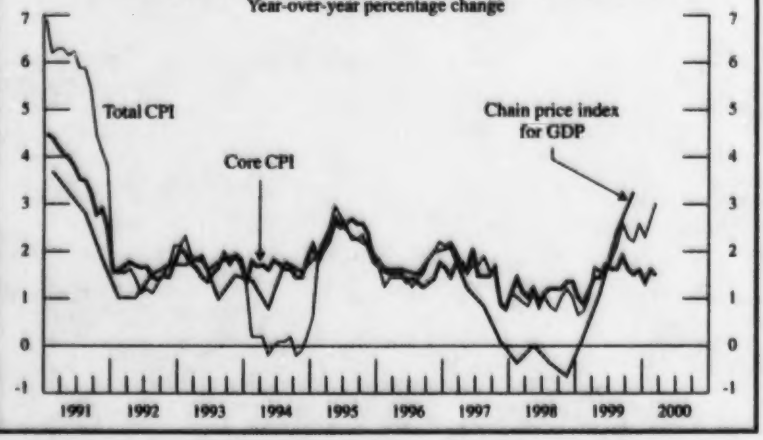


Chart 4

Chain Price Index for GDP, Core CPI, and Total CPI

Year-over-year percentage change



Technical Box 1

Rising Oil Prices: Implications for Inflation

The large swings in crude oil prices over the past two years and their effect on the total CPI underscore the importance of focusing monetary policy on a measure of core inflation that looks through such volatile factors. With major production cutbacks and stronger world demand, crude oil prices rose, on balance, by about 80 per cent from just over US$14 per barrel in October 1998 to about US$25 per barrel in early April 2000. This largely explains the substantial jump in both gasoline and fuel oil prices at the consumer level and, in turn, most of the recent rise in the rate of increase in the total CPI—from less than 1 per cent at the beginning of 1999 to 3 per cent currently.

Prices for gasoline and fuel oil are highly sensitive to fluctuations in the international supply of and demand for crude oil. Changes in these prices are the most important first-round effect on the CPI from variations in crude oil prices. Swings in crude oil prices can also have first-round effects on the core CPI because energy costs represent an important share of the total costs of activities such as air and truck transportation and the manufacture of plastic products. Along with such cost-based effects on the core CPI, there could be second-round influences on wages and other prices if these first-round effects feed into expectations of higher ongoing inflation.

To date, the first-round effects on the core CPI of the increase in crude oil prices appear to have been small. As of March, the estimated impact on the core CPI is less than 0.1 per cent (mainly air fares), because of such factors as long-term contracts, the continued intense degree of competition in the retail sector, and the difficulty of passing on higher costs in the form of price increases. This contrasts with the estimated long-run effect on the level of the core CPI of a permanent 80 per cent increase in oil prices (if there is full pass-through into consumer prices and no further major changes in oil prices) of 0.5 to 0.7 per cent. This longer-term effect would likely be spread over a period of more than one year. Moreover, in the current competitive environment, this long-run estimate should be considered an upper limit, since firms would be expected to achieve some cost savings through substitution towards cheaper sources of energy and by economizing on energy use.

By excluding energy prices from the core CPI, monetary authorities can better assess the underlying trend of inflation and, therefore, of future movements in inflation.[1] By focusing on a core inflation measure, the Bank has made it clear that it is prepared to accommodate the first-round effects of short-term movements in crude oil prices on the total CPI. Second-round effects, however, will not be accommodated. In the current circumstances, the impact of the sharp increase in crude oil prices on the total CPI appears to have been restricted to first-round effects. However, the Bank will be watching closely for significant evidence of broader second-round effects. If crude oil prices remain near $US25, or fall further, the Bank expects that the total CPI will start to move down towards the core rate during the second quarter of this year.

---

1. A similar principle of exclusion, or reduced weighting, of the more volatile CPI components is used to construct alternative statistical measures of trend inflation, such as CPIX and CPIW. Indeed, gasoline, fuel oil, and natural gas are three of the eight most volatile CPI components excluded from the CPIX measure. Also excluded from CPIX (but not from core CPI) is inter-city public transportation (mainly air fares), which is very sensitive to oil prices.

Factors at work on inflation

Aggregate demand

Canada's economic expansion strengthened in the second half of 1999 and into early 2000 . . .

The pace of Canada's economic expansion continued to strengthen in the second half of 1999 and into early 2000, reflecting the extremely robust economic growth in the United States, further recovery in world commodity prices, and growing momentum in domestic demand. Real GDP in Canada rose at an annual rate of 5.0 per cent in the second half of 1999, after a gain of 4.3 per cent in the first half. For the first quarter of 2000, current information points to continued strong growth in a range of 4 to 5 per cent.

. . . led by faster export growth.

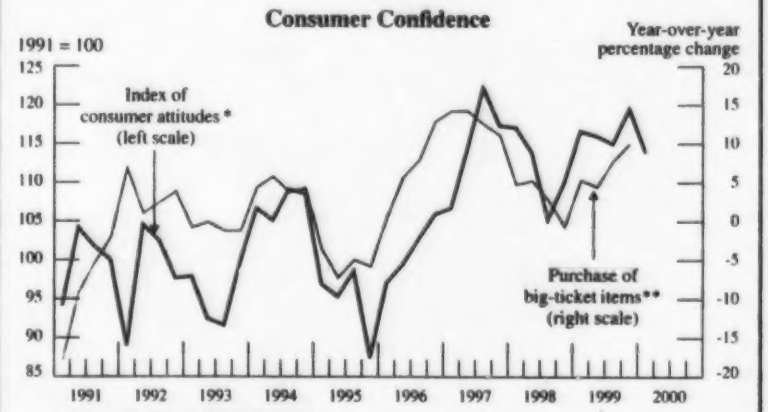
The vigorous expansion of U.S. aggregate demand and the highly competitive position of Canadian industry have contributed to increased growth in export volumes, especially exports of finished goods such as machinery and equipment and automotive products. In addition, the recovery in commodity prices led to a resumption of growth in the volume of commodity exports.

Household spending has also been buoyant . . .

The growth of household spending eased slightly in the second half of the year but, nevertheless, remained strong, reflecting increased consumer confidence and continued strong gains in real income (Chart 5). Indicators received to date also suggest that this momentum in household spending has carried forward into the first quarter of 2000. The substantial growth of real personal disposable income has largely reflected solid gains in employment, particularly for full-time positions (Chart 6). As a result, the unemployment rate has declined still further. Lower personal income tax rates and, to a smaller degree, the increase in personal wealth associated with the recent demutualization of Canadian life insurance companies, have also supported consumer confidence and household expenditures.

Chart 5

Consumer Confidence

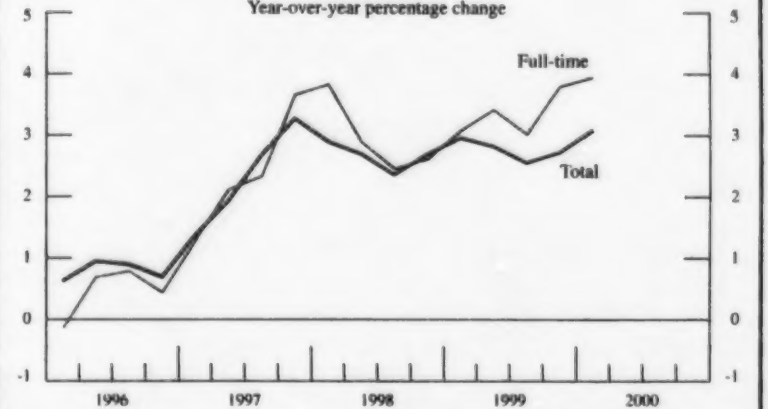


* Source: Conference Board of Canada
** Expenditures in constant dollars on consumer durables plus housing

Chart 6

Employment

Year-over-year percentage change



. . . as has capital spending by businesses.

With Canadian firms feeling confident about the economy and about their own financial prospects, investment in capital goods continued to grow substantially in the second half of 1999. Expenditures on machinery and equipment, as well as on structures, remained high. In particular, spending by the oil and gas sector rebounded considerably in the second half of 1999, following the sharp gains in crude oil and natural gas prices. Early indicators point to continued strong investment growth in the first quarter of 2000.

Import growth was extremely robust.

Imports continued to show strong growth in the last six months of 1999 and in early 2000, mainly reflecting the rapid advance in domestic demand for import-intensive items such as machinery and equipment and motor vehicles.

Canada's current account position (in dollar terms) continued to improve during the second half of 1999 and was virtually in balance in the third quarter before it fell back into a small deficit at the end of the year. The overall improvement reflected a recovery in the terms of trade, chiefly because of rising commodity prices. This price advantage partly offset a reduction in the merchandise trade surplus in volume terms as imports continued to grow more briskly than exports. Early information suggests that the current account position is likely to have moved back into surplus in the first quarter, following both a rebound in the real trade balance and a further increase in the terms of trade.

Cost control

Wage growth has been rising, but remains modest relative to productivity gains and inflation.

The Bank monitors a number of wage measures, each with its own limitations. Overall, these measures suggest that wage growth has accelerated somewhat but has remained at, or slightly below, what would be consistent with Canada's average rate of productivity gains and the recent performance of trend inflation.

The year-over-year increase in the average hourly wage (excluding overtime) for permanent workers, a relatively new addition to Statistics Canada's *Labour Force Information*, has shown a moderately accelerating trend since late 1998. The year-over-year increase in the first quarter of 2000 was 3.2 per cent, up from 3.0 per cent in the previous quarter. In contrast, another broad-based measure, the year-over-year increase in labour income per person-hour, was relatively stable in 1999—within a range of 1 to 2 per cent. According to wage-settlement data, which cover only about 20 per cent of non-agricultural paid employment, the average annual wage increase in the unionized private sector has been edging up since 1998, rising to 2.7 per cent in the last half of 1999 from 2.3 per cent in the first half, with most of that increase coming from settlements in the automobile industry. Thus far in 2000, private sector settlements have averaged 2.8 per cent (for January and February) (Chart 7). Finally, a compensation survey by the Conference Board of Canada conducted in August and September 1999 suggested that pay increases in 2000 would be somewhat lower than in 1999. Increases for the non-unionized private sector were projected to be 3.4 per cent compared with 3.6 per cent in 1999. These projections may be revised upwards, however, because of the unexpected strength in the economy since the survey was completed.

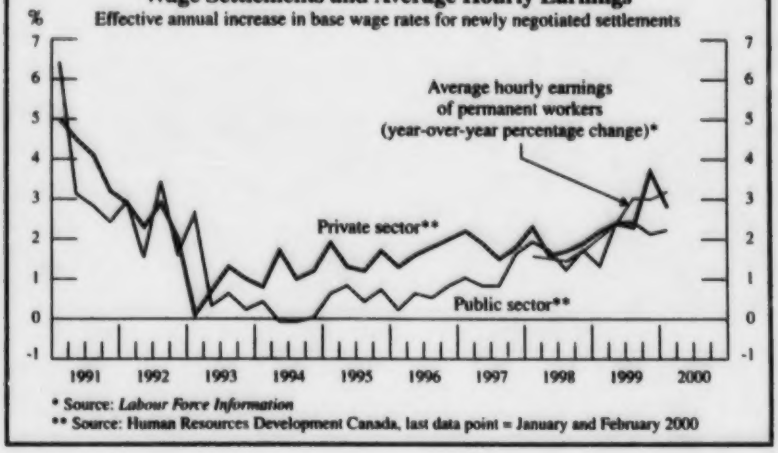
Output per person-hour recovered in 1999 from a very weak performance the previous year, rising by over 1 per cent from the fourth quarter of 1998 to the fourth quarter of 1999 (Chart 8). Combined with moderate increases in labour income per person-hour, this improvement in labour productivity resulted in a modest increase in unit labour costs of about 1 per cent in 1999—below the rate of core inflation. Spending by business in 1999 on machinery and equipment, especially computers, remained very strong, which bodes well for future productivity growth.

Labour productivity moved up gradually in 1999 . . .

. . . and strong investment in machinery and equipment bodes well for further productivity gains.

Chart 7

Wage Settlements and Average Hourly Earnings

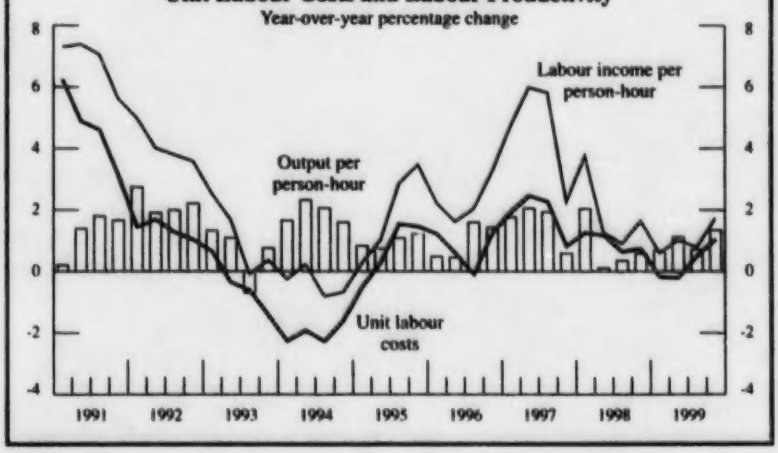


* Source: *Labour Force Information*

** Source: Human Resources Development Canada, last data point = January and February 2000

Chart 8

Unit Labour Costs and Labour Productivity



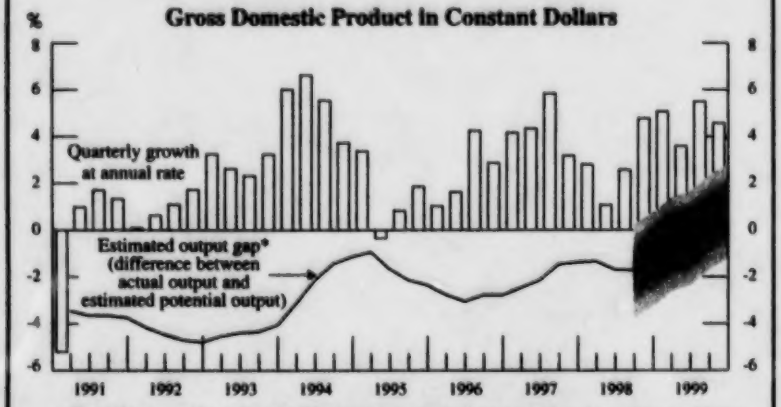
Estimated pressures on capacity

The Bank's conventional measure of capacity output suggests that the economy is in excess demand . . .

Based on the Bank's conventional measurement techniques, the Canadian economy was operating about one-half of one per cent below capacity in mid-1999. By year-end, these same techniques indicated that the economy was functioning close to three-quarters of one per cent above its production capacity.[1] There is always considerable uncertainty associated with the measurement of potential output, as can be seen by the wide confidence band around the estimated gap (Chart 9). Because of this uncertainty, and because the economy is operating at such high levels, the Bank has stressed the need to look at a range of indicators to assess the degree of pressure on productive capacity.

Chart 9

Gross Domestic Product in Constant Dollars



* The shading around the 1998 and 1999 values of the estimated output gap shows (from darkest to lightest) confidence intervals of 25 per cent, 50 per cent, 75 per cent, and 95 per cent.

. . . but other indicators suggest that the conventional measure may be underestimating the amount of capacity.

A number of these other indicators suggest that the Bank's conventional measure of potential output has been underestimating the economy's ability to produce goods and services without adding to inflationary pressures. Most importantly, even with the unexpectedly rapid growth of the economy, core inflation in recent months has been lower than had been anticipated, and this cannot be fully explained by temporary special factors. In addition, despite the strong demand for exports, Statistics Canada's data on

1. At the time of the November *Report*, the economy was estimated to have been operating at about one-quarter of one per cent below potential output in mid-1999. The historical estimates of the output gap were updated following Statistics Canada's upward revision to the level of GDP over the first half of 1999 as well as the stronger-than-expected growth in GDP over the second half of the year.

unfilled orders do not point to any significant bottlenecks in production. The inventory situation also appears to be close to balance. In labour markets, while there is some evidence that the rate of wage growth has accelerated, overall wage gains have thus far been modest relative to productivity growth and inflation, and participation rates have been rising. This suggests that labour markets are not as tight as would be indicated by the conventional measure of capacity output.

At the same time, several other indicators point to the rapid absorption of production capacity. Statistics Canada's measured rate of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector increased in the second half of 1999, reaching the peak level achieved during the latter part of the 1980s. In addition, the unemployment rate fell to a 24-year low of just under 7 per cent in early 2000, and reports of labour shortages have moved beyond the information technology sector to other occupations, including truck drivers and workers in the skilled manufacturing and construction trades.

On balance, the full range of indicators suggests that the Bank's conventional measure of capacity output has underestimated the amount of capacity in the Canadian economy. Therefore, the Bank's overall judgment is that, as of the end of 1999, the economy had not yet moved into excess demand, but that it was rapidly absorbing capacity.

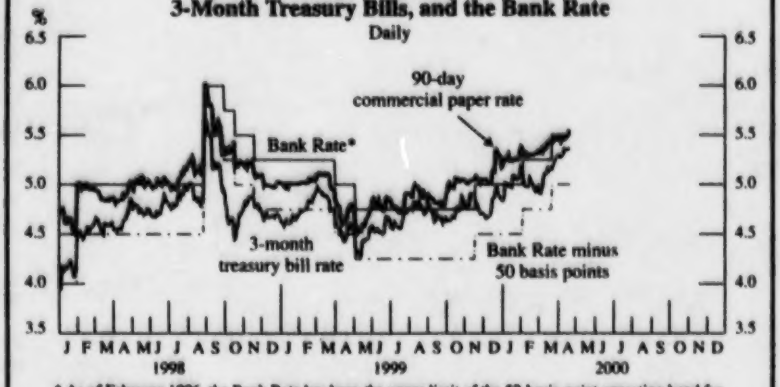
3. Achieving the Inflation-Control Targets

The Bank raised short-term interest rates twice to keep trend inflation within the 1 to 3 per cent target range.

The Bank of Canada raised the Bank Rate by 25 basis points (Chart 10) on both 3 February and 22 March, increasing the Bank Rate to 5.5 per cent and the target for the overnight interest rate to 5.25 per cent. This action was taken to keep the future trend of inflation inside the Bank's 1 to 3 per cent inflation-control range, so that the Canadian economy could continue to expand in a sustainable way.

Chart 10

Rates on 90-Day Commercial Paper, 3-Month Treasury Bills, and the Bank Rate



* As of February 1996, the Bank Rate has been the upper limit of the 50-basis-point operating band for the overnight rate.

The Bank's actions took into account the implications for Canada of increases in the U.S. Federal Reserve's policy rates and of the strong demand pressures in the United States spilling over into Canada. In its policy announcement, the Federal Reserve underlined the risks of heightened inflation pressures in the United States in the foreseeable future as a result of unsustainably strong demand. Although cyclical conditions in Canada bear important similarities to those in the United States, there are some significant differences, and the Bank of Canada's target for the overnight rate remains 75 basis points below the U.S. target rate for federal funds.

Interest rate increases in both countries had been widely expected in financial markets. Indeed, it was thought that in the United States, monetary conditions would have been tightened somewhat earlier had it not been for the temporary provision of liquidity in anticipation of the year-2000 date change. In fact,

short-term market interest rates in Canada and the United States, having already risen in anticipation of the policy actions, were virtually unaffected by the rate announcements themselves.

Long-term government bond yields fell because of technical factors.

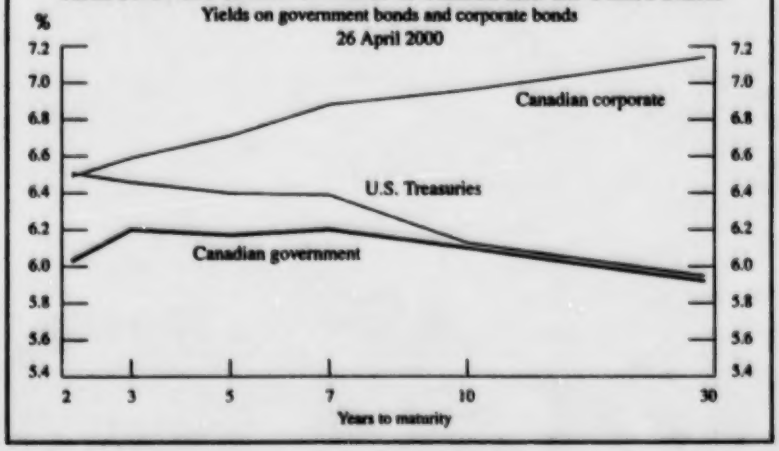
The yield curve has flattened considerably over the past six months, as medium- and, especially, long-term interest rates have fallen (Chart 11). Decreases in government borrowing requirements have been an important reason for the decline in bond yields. Government bond markets in both Canada and the United States have been affected by actual and anticipated reductions in long-term government debt. This has resulted in thin markets, especially for the 30-year maturities, with occasional unusual price movements. The Government of Canada yield curve has developed a hump, with yields on maturities at 3 to 10 years above the 30-year yield. In the United States, the Treasury yield curve has inverted since November, and now has a negative slope. In contrast, the yield curve for Canadian corporate bonds, which has been less affected by unusual supply factors, and which is indicative of the cost of borrowing in the private sector, has a normal positive slope. Even so, the overall strength of the fixed-income markets is underpinned by a high degree of confidence in long-term price stability.

Chart 11

Term Structure of Interest Rates in Canada and the United States

Yields on government bonds and corporate bonds

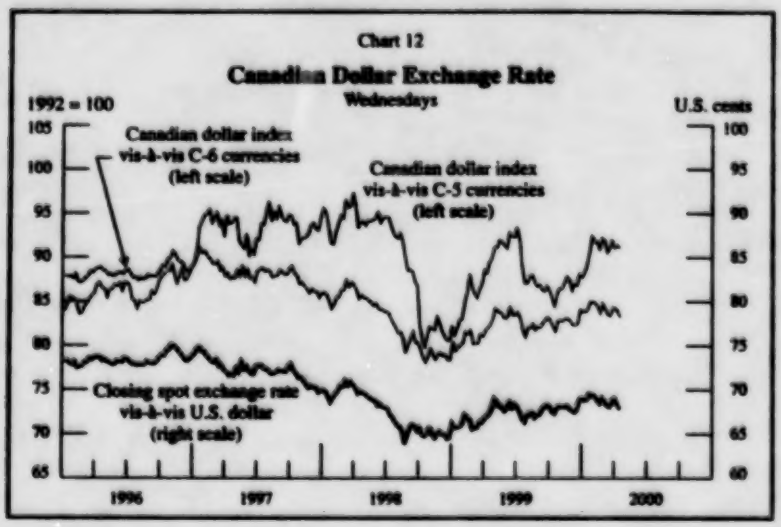
26 April 2000



The trade-weighted value of the Canadian dollar has remained relatively firm, reflecting positive fundamentals.

Demand for Canadian dollar assets has been evident in the exchange market as well as in the bond market. This is reflected in the relative firmness of the trade-weighted value of the Canadian dollar since November (Chart 12). This firmness stems from the recovery in natural resource markets, an improvement in the current account of the balance of payments, and growing expectations

of a sustained period of strong economic expansion. While the Canadian dollar has not strengthened vis-à-vis the buoyant U.S. dollar, it has risen sharply against overseas currencies.



Reflecting the rise in short-term market rates, the Bank's monetary conditions index increased from a range of -7.0 to -6.0 in the second half of 1999 to -5.5 to -5.0 recently (Chart 13).

4. The Outlook for Inflation

In our analysis, the balance of forces continues to point to upward pressure on the core rate of inflation. However, several key uncertainties continue to surround this projection.

International background

Prospects are good for continued recovery in emerging-market economies.

The global economy has gained further momentum, with current growth rates in many parts of the world exceeding earlier expectations.[2] Emerging-market economies have contributed significantly to this stronger-than-expected growth, and prospects for this group are generally bright in 2000. The Asian economies that were at the centre of the 1997–98 financial crisis continue to solidify their recovery. Although growth in the Latin American economies other than Mexico was weak in 1999, it is expected to improve substantially this year.

Solid output growth is expected in both the euro zone and the United Kingdom.

Economic growth in both the euro area and the United Kingdom accelerated in the second half of 1999 to about 3.5 per cent. Although a slightly slower pace of expansion is expected through 2000, activity should remain solid. Headline inflation has risen in both areas, although higher energy prices (together with rising mortgage costs in the United Kingdom) appear to account for much of the recent increase. The European Central Bank (ECB) and the Bank of England have raised policy interest rates to counter the inflation risks from stronger demand and, in the case of the ECB, the decline in the external value of the euro.

Stimulative fiscal policy should continue to help the Japanese economy.

The outlook remains far more uncertain for Japan, where weak final domestic demand led to a second consecutive quarterly decline in real GDP in the fourth quarter of 1999. More recent indicators suggest that, despite the yen's continued strength against other currencies, growth can be expected to improve in the first half of 2000, supported by the fiscal-stimulus package announced by the government last November. It is not yet clear, however, when a self-sustaining recovery based on private sector demand will take hold.

---

2. The IMF, in its spring *World Economic Outlook*, anticipates global economic growth of 4.2 per cent in 2000 (following 3.3 per cent in 1999), 0.8 percentage points higher than projected in its previous *Outlook* (October 1999).

Although U.S. economic growth is expected to moderate . . .

In the United States, growth in real GDP has continued to outstrip expectations, rising at an annual rate of over 7 per cent in the final quarter of 1999 and averaging 4.6 per cent through the year. This strong momentum has carried into the first part of 2000. (Preliminary data indicate first-quarter growth of 5.4 per cent.) Nevertheless, some slowing in the pace of expansion is expected over the course of this year and in 2001, as the growth of consumer expenditures weakens in response to low personal savings rates and to recent and prospective increases in interest rates. Volatility in the equity market may also dampen consumer optimism. U.S. core inflation (which excludes food and energy prices) has moved above 2 per cent. Strong productivity gains, however, have helped to contain overall cost and price pressures.

. . . there is some risk of an increase in core inflation.

Despite this generally favourable performance, the high level of resource utilization and the rapid pace of aggregate demand growth in excess of the growth of potential output continue to pose a potential inflation risk. Consequently, U.S. monetary authorities have gradually raised official interest rates. While the expansion of the U.S. economy is expected to slow from the current unsustainable rates, it is uncertain how quickly this will occur. What seems clear, however, is the need for the pace of U.S. economic expansion to slow to rates close to, or below, growth in potential output.

Another imbalance in the U.S. economy, reflecting the unsustainably high levels and growth of demand relative to supply, is the large current account deficit. Some narrowing of the current account deficit can be expected as the U.S. economy slows and overseas economies continue to recover, but a significant reduction is unlikely without a depreciation of the U.S. dollar over the medium term.

Crude oil prices rose sharply through the first quarter of 2000. They then fell back following announced production increases by OPEC in April. Oil prices are expected to stabilize, or even drop slightly further, during the course of this year. In contrast, prices for non-energy commodities should continue to firm as a result of the vigorous growth in global demand.

Non-energy commodity prices should continue their recovery.

Aggregate demand and supply in Canada

While U.S. economic growth is projected to slow this year from its recent torrid pace, it is still expected to remain relatively robust at around 4 per cent (fourth quarter over fourth quarter). This, together with the considerable strengthening of commodity prices and strong domestic demand, augurs well for vigorous economic growth in Canada this year. With economic activity in the United States at levels already high relative to capacity, the Bank expects the U.S. economy to slow further in 2001 to below potential growth (currently estimated by Bank staff to be about 3.25 per cent) in order to address the imbalances highlighted above. This projected profile for U.S. growth contributes importantly to a slowing of the Canadian economy in 2001.

Canadian export growth should ease this year, as should import growth.

The expected deceleration of the U.S. economy, in addition to reduced stimulus from the earlier depreciation of the Canadian dollar, should begin to ease export growth some time this year. Stronger activity in many of Canada's other trading partners and higher commodity prices should offset this effect somewhat. Import growth is also expected to moderate this year, as domestic demand for import-intensive goods slows.

Growth in household spending should remain robust . . .

Further gains in employment, federal pay-equity settlements, and reductions in personal income taxes are expected to support a high level of consumer confidence and strong growth in household spending. Recent equity market volatility, however, may add an element of caution to consumer spending plans.

. . . and business investment is expected to remain at high levels.

After a strong advance in 1999 that was partly driven by concerns about year-2000 readiness, business investment is expected to remain at high levels this year, given expectations of solid growth in external and domestic demand and substantial cash flows from commodity production. Moreover, investment could continue to advance rapidly since resources that were devoted to dealing with year-2000 concerns can now be redirected towards adding to capacity.

The February 2000 federal budgetary expenditures are slightly more expansionary than the fiscal outlook presented in the November 1999 *Economic and Fiscal Update*. The additional spending is expected to be spread out over 2000 and 2001.

The latest consensus among private sector forecasters for real GDP growth (on an average annual basis) has been revised upwards considerably—to 4.1 per cent for 2000, from 2.9 per cent at the time of the November *Report*. For 2001, the latest consensus forecast calls for real GDP growth of 3.1 per cent.

Output growth of about 4 to 4.5 per cent is expected in 2000 . . .

Taking into account the upward revision to growth in 1999 as well as recent data, the Bank projects output growth in Canada in 2000 of about 4 to 4.5 per cent.[3] This projection, together with a growth in potential output, based on the Bank's conventional estimate, in a range of 2.5 to 3.0 per cent, implies the likely emergence of excess demand pressures in the Canadian economy in 2000. Thus, to avoid a buildup of inflationary pressures, economic growth will need to slow to a rate close to that of potential output in 2001. Such an outcome would entail a combination of a slowdown in the U.S. economy and some moderation in domestic spending growth in Canada.

. . . but it will need to slow to close to potential in 2001.

In projecting demand pressures in 2001, the Bank must consider not only the issue of the current *level* of potential output, but also the uncertainty regarding the *growth rate* of capacity output going forward. The increased intensity of private and public sector restructuring in the 1990s, the recent high levels of investment in machinery and equipment, and the potential for the marked acceleration in U.S. labour productivity to spill over into Canada, all suggest a possible rise in the future rate of productivity growth in Canada. However, the size and timing of any such increase is even more uncertain than estimates of the current level of capacity (Technical Box 2). The Bank will therefore be carefully monitoring all possible indicators of capacity and the degree of pressure on capacity to see whether there is evidence of a higher growth of potential output. But until such evidence is available, the Bank will be taking a prudent approach to projecting potential output.

---

3. In the Bank's February *Update*, real GDP growth this year was expected to be near the top of the 2.75 to 3.75 per cent range projected in the November *Report*.

Technical Box 2

Productivity in Canada and the U.S. Experience

Since 1995, annual growth in real activity in the United States has averaged about 4 per cent, while inflation has remained low. Observers have noted that this exceptional performance was accompanied by a rebound in the growth of labour productivity, which has helped to restrain costs. Over this period, output per hour in the business sector rose by about 2.5 per cent per year, almost twice the rate registered over the preceding 20 years. In contrast, the average annual rate of growth in output per hour in Canada's business sector has been slightly less than 1 per cent since 1995—little changed since the mid-1970s.

One explanation for this recent difference in productivity performance is that economic activity in the United States has been operating near capacity for considerably longer than it has here in Canada, and this has led to stronger investment in machinery and equipment in the United States. A second explanation is that innovations in information technology are being introduced more quickly in the United States than here. A third explanation is that much of the higher productivity growth in the United States has been concentrated in the high-technology electrical and electronic products and industrial machinery industries, and these particular industries account for a considerably larger share of aggregate output in the United States than in Canada. Finally, the recent treatment of all software purchases as investment in U.S. GDP (but not in the Canadian data) accounts for some of the difference in productivity growth between the two countries.[1]

There is, nonetheless, room for optimism that productivity and hence output growth in Canada will increase. As the benefits of advances in information technology in U.S. industry diffuse to other industrial countries, Canadian firms should share in the widespread efficiency gains associated with the exploitation of these new technologies. The likelihood of a rise in productivity growth in Canada is increased by the strong gains in business investment in machinery and equipment in recent years, since new equipment tends to incorporate technological advances. In addition, with labour and product markets tightening, the return in terms of higher productivity from the private and public sector restructuring undertaken in the past decade may become more evident.[2]

However, the size and timing of a rise in productivity growth in Canada are highly uncertain. Given the usual volatility in aggregate productivity statistics, it may be several years before it can be said with some confidence that there has been a rise in the trend rate of productivity growth in Canada. In the meantime, the Bank will monitor the behaviour of inflation and other indicators to gauge the degree of pressure on capacity.

Growth of Output per Person-Hour: Non-Farm Business Sector
(Average annual percentage change)

	1961–73	1973–88	1988–95	1995–99
Canada	3.13	1.12	0.92	0.77
United States	2.99	1.42	1.40	2.61

Source: Statistics Canada, U.S. Bureau of Labor Statistics

1. Various price-measurement problems could affect the calculation of productivity growth, especially in a number of service industries (Maclean 1996). It is not, however, at all clear whether these measurement problems are more severe in Canada than in the United States.
2. See Kuszczak and Dion (1997–1998).

Measures of inflation expectations

Longer-term inflation expectations are near the midpoint of the target range.

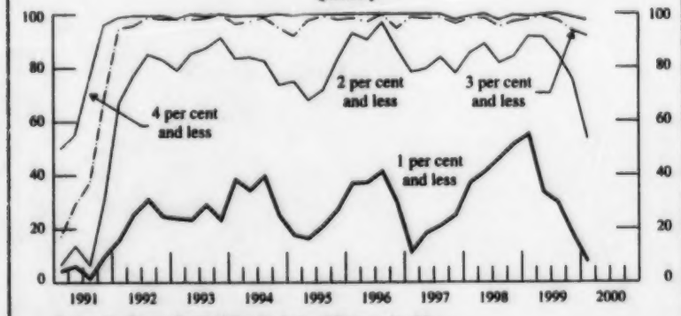
In the regular survey reported in the Conference Board's spring *Index of Business Confidence*, 53 per cent of respondents reported that they expect prices, in general, will increase over the next six months at a rate of 2 per cent or less, and 92 per cent expected a rate of 3 per cent or less (Chart 14). The proportion of respondents expecting 2 per cent or less is down considerably from last autumn, likely reflecting the recent impact of higher world oil prices on the total CPI. As well, some 92 per cent of the firms surveyed in March by the Bank of Canada's regional representatives expect CPI inflation to remain in the 1 to 3 per cent range this year. The average private sector forecast for the rate of increase in the total CPI is 2.3 per cent in 2000 (up from 2.0 per cent last autumn) and 2.1 per cent for 2001. These upward revisions largely reflect higher energy prices. Typical forecasts of longer-term inflation are between 1.7 and 1.9 per cent, depending on the horizon (Chart 15).

Over the past half-year, the yield differential between conventional bonds and Real Return Bonds has tended to vary with the fluctuations in nominal yields but has remained near 2 per cent (with the yield on Real Return Bonds being relatively stable). For various reasons, it cannot be inferred that long-term inflation expectations are exactly at this level, but, nevertheless, it is reassuring that the differential has stabilized near the centre of the inflation-control target range.

Chart 14

Percentage Distribution of Expected Price Increases Over the Next Six Months

Quarterly

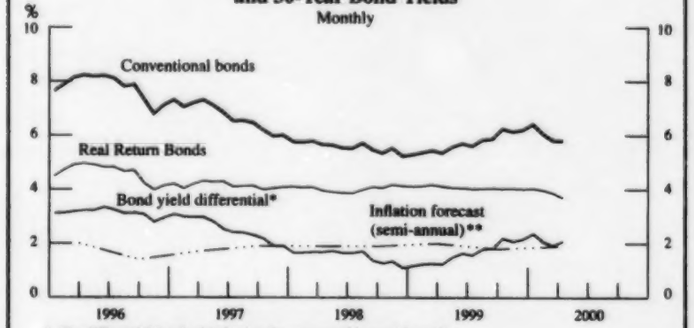


Source: Conference Board of Canada, *Index of Business Confidence*

Chart 15

CPI Inflation Forecasts 6 to 10 Years Ahead and 30-Year Bond Yields

Monthly



* The differential is calculated using the compound interest formula.
** Source: Consensus Economics Inc.

Other factors affecting inflation

Higher energy prices are not expected to significantly affect core inflation.

The first-quarter run-up in crude oil prices (which was partially reversed in April) is not expected to significantly affect the core CPI. To date, only air fares have reacted to the rise in energy prices, but we may still see some evidence of pass-through in other components of core inflation (see Technical Box 1). The size of these first-round effects will depend on how long high oil prices persist as well as on overall market conditions in the economy.

Wage increases will likely stabilize at around 3 per cent this year, consistent with the expectations reported by a number of national compensation surveys. With the strong investment in machinery and equipment experienced through 1999 and increasingly tight labour markets, productivity growth is expected to rise in 2000. As a result, unit labour costs should continue to rise only modestly (excluding the one-time effect of the federal pay-equity settlements on labour income).

The appreciation of the Canadian dollar since early 1999 should help to restrain inflation.

The appreciation of the Canadian dollar since the beginning of 1999 should help to restrain inflation during 2000.

Other indicators of inflation pressures

With record sales, the year-over-year rise in prices for existing housing (based on the Royal LePage index) gained momentum during 1999, reaching 6.1 per cent in the fourth quarter. The year-over-year increase in new home prices, while still moderate at

2.1 per cent in February, has also picked up significantly since last autumn as a result of higher costs for construction materials. These indicators, as well as the declining apartment vacancy rate, suggest that some tightness is emerging in the housing market.

Monetary and credit indicators

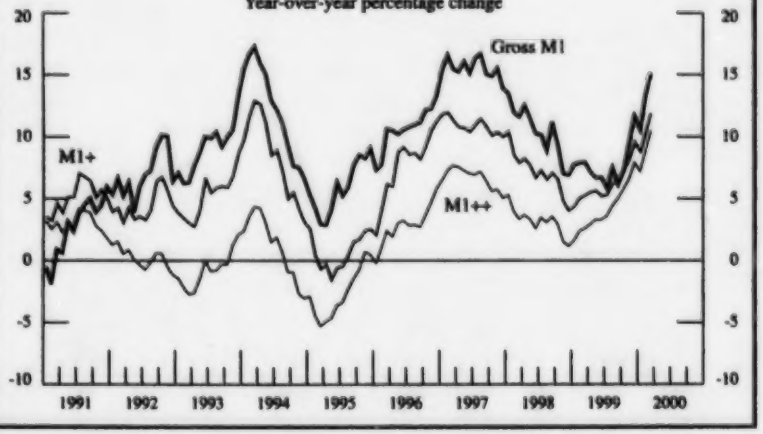
Narrow money growth has accelerated, indicating a robust economy . . .

The growth of the narrow monetary aggregates has accelerated since November (Chart 16).[4] This robust expansion would indicate a buoyant trend in total spending, since these aggregates have been good indicators of real GDP (Chart 17). Their recent growth would suggest increases in real GDP at a 4 to 5 per cent rate in the first half of 2000. This estimate is based on the view that part of the recent increase in investment dealer accounts, which has boosted narrow money growth, will not translate into stronger real GDP growth.

Chart 16

Narrow Money Growth

Year-over-year percentage change



. . . and the possibility of inflation pressures.

Although narrow money is not expected to continue growing at its recent rapid pace, the current surge in money growth raises the possibility that core inflation might move into the upper half of the Bank's target range next year.

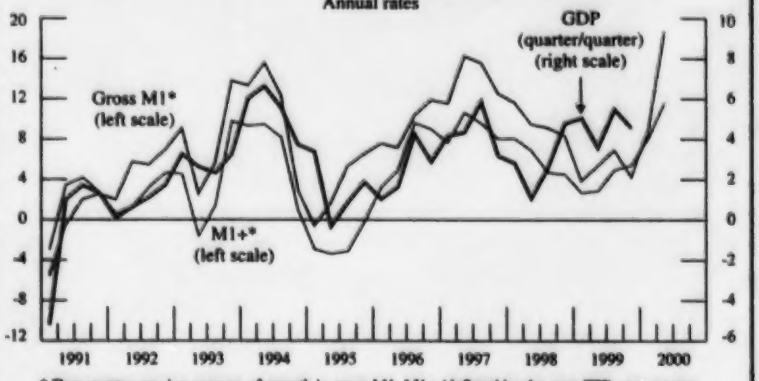
Another indicator of the trend of inflation is the very broad aggregate M2++. Despite some acceleration in the second half of 1999, this aggregate has remained on a fairly steady growth path over the past several years, one that is historically in line with

4. For more information on 1999 developments in monetary aggregates, see the article by Joseph Atta-Mensah in the spring 2000 issue of the *Bank of Canada Review*.

Chart 17

Real GDP Growth and Growth of Real Gross M1 and M1+

Annual rates

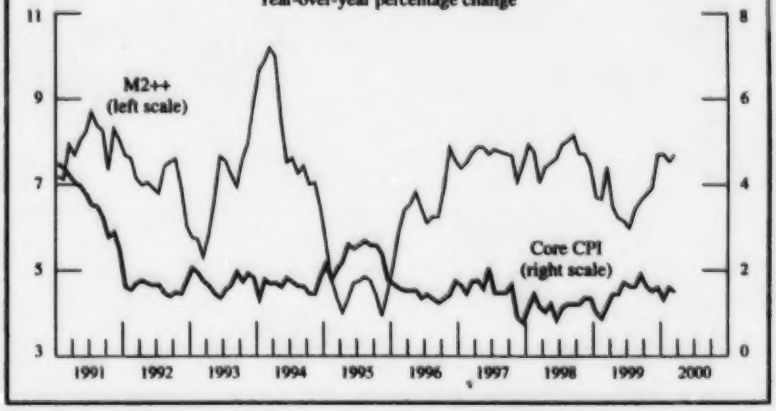


* Two-quarter moving average of growth in gross M1, M1+ (deflated by the core CPI), one quarter earlier

Chart 18

Core Inflation and Broad Money Growth

Year-over-year percentage change



inflation remaining in the 1 to 3 per cent range (Chart 18). For example, during the 1990s, broad money often grew at similar, or even higher, rates with no inflationary consequences.

Household credit is expanding steadily, while businesses currently have no significant demand for external financing.

Household and business credit exhibit contrasting patterns. The growth of household credit has expanded steadily at a rate of 6 to 7 per cent for some years. On the other hand, growth in business borrowing declined in 1998 and 1999—from a double-digit rate to about 5 per cent. Although investment outlays are strong, businesses have ample funding from retained earnings and, hence, there is no strong demand for external financing.

The behaviour of money and credit aggregates thus suggests an ample supply of liquidity which, for the time being, may still be appropriate, but which must be carefully assessed in the period ahead.

Inflation projection

Overall, two fundamental factors are expected to put upward pressure on core inflation over the next 18 months. First, longer-term inflation expectations are close to 2 per cent—about 0.5 per cent above the current level of core inflation. Second, with output growth projected to be about 4 to 4.5 per cent in 2000, capacity pressures in product and labour markets are expected to emerge. Mitigating these upward pressures on the core CPI will be the pass-through effects from the recent appreciation of the Canadian dollar to lower import prices and the modest expected increases in unit labour costs.

On balance, with some demand pressures emerging this year, the Bank sees core inflation rising gradually towards the mid-point of the inflation-control range. As noted previously, for the core rate of inflation to remain close to the midpoint in 2001, some deceleration in the growth of overall aggregate demand in Canada relative to production potential will be required.

Total CPI inflation is expected to decline towards the rate of core inflation.

The rate of increase in the total CPI is expected to move down towards core inflation, but how quickly this happens will depend importantly on movements in crude oil prices. If crude oil prices remain near $US25, the increase in the CPI should start to move towards the core rate during the second quarter of this year.

5. CONCLUSIONS

During the past six months, the Canadian economy outperformed expectations. Aggregate demand, output, and employment grew more rapidly than expected, while core inflation remained low, below projected levels. This combination of developments has led the Bank to conclude that at the end of 1999 the productive capacity of the Canadian economy was higher than conventional estimation techniques had been suggesting and that the economy was not yet in excess demand.

At the same time, however, the robust pace of expansion through the second half of 1999 and into 2000 was rapidly absorbing productive capacity, and some early signs of pressures on capacity limits had begun to emerge.

Given this strong momentum of demand, the Bank has raised its projection of economic growth this year to a range of 4 to 4.5 per cent. At this pace, capacity pressures will intensify. This, in turn, is expected to raise the core rate of inflation to close to the midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent inflation-control target range. For the core inflation rate to remain steady near 2 per cent during 2001, some deceleration in the overall pace of economic expansion in Canada or a more rapid expansion of productivity and of production capacity would be required.

The main risks to this outcome are the possibility of stronger-than-expected momentum of aggregate demand from both U.S. and domestic sources as well as the possibility of a potential increase in inflation pressures in the United States. While capacity output in Canada may be higher than expected over this projection period, the Bank is inclined to take a cautious approach to projecting a permanently higher rate of potential growth.

The challenge for monetary policy will be to carefully assess the balance between aggregate demand and supply in these circumstances of strong growth and high levels of activity, and to adjust monetary conditions in a timely manner in order to preserve the low trend of inflation that has been benefiting the Canadian economy.

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada: Gordon Thiessen, Malcolm Knight, Charles Freedman, Paul Jenkins, Tim Noël, Sheryl Kennedy, and Pierre Duguay.

BIBLIOGRAPHY

Atta-Mensah, J. 2000. "Recent Developments in the Monetary Aggregates and Their Implications." *Bank of Canada Review* (Spring): 3–10.

Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.

_____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.

_____. 1993–1994. "Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on monetary policy objectives." *Bank of Canada Review* (Winter): 85–86.

_____. 1998. "Inflation-control targets extended." Press Release (24 February). *Bank of Canada Review* (Spring): 85–87.

_____. 1999–2000. "Recent Developments: An Update to the *Monetary Policy Report*." *Bank of Canada Review* (Winter): 3–15.

Canada. Department of Finance. 1999. *The Economic and Fiscal Update* (2 November).

Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa: Public Works and Government Services Canada.

Conference Board of Canada. 1999. *Compensation Planning Outlook 2000*.

_____. 2000. *Index of Business Confidence* (Spring).

_____. 2000. *Index of Consumer Attitudes* (Spring).

Consensus Economics Inc. 1991–2000. *Consensus Forecasts*. Various issues.

International Monetary Fund. 2000. *World Economic Outlook*. Washington D.C. (Forthcoming in May).

Kuszczak, J. and R. Dion. 1997–1998. "Potential output growth: Some long-term projections." *Bank of Canada Review* (Winter): 43-59.

Maclean, D. 1996. "Productivity growth in the commercial service sector." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3-18.

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– mai 2000 –

L'épreuve numismatique du dollar en argent sterling de 1998, qui est reproduite en page couverture, a été frappée pour marquer le 125e anniversaire de la fondation de la Police à cheval du Nord-Ouest; cette pièce est l'œuvre d'Adeline Halvorson. Au moment de la création de la Confédération en 1867, le Canada ne comptait que quatre provinces, toutes situées dans l'Est. En 1870, le gouvernement a fait l'acquisition d'un vaste territoire appartenant à la Compagnie de la Baie d'Hudson. Pour que l'on puisse aller de l'avant avec les projets de colonisation de cette région, il fallait d'abord réprimer la contrebande de whisky et établir des relations pacifiques avec les peuples autochtones. En mai 1873, la Police à cheval du Nord-Ouest a été constituée pour faire régner la loi, l'ordre et l'autorité canadienne dans l'Ouest du pays. L'illustration du revers représente un cavalier appartenant à ce service de police, qui, en 1920, allait devenir la Gendarmerie royale du Canada. L'avers est orné d'un portrait de Sa Majesté la reine Élisabeth II, réalisé par l'artiste Dora de Pédery-Hunt.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

ISSN
CN ISSN 1201-4702

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— mai 2000 —

Jusqu'à maintenant, les résultats que nous avons obtenus au chapitre de l'inflation sont un peu meilleurs que ce à quoi nous nous attendions. [...] Cette tenue favorable de l'inflation est de bon augure pour la poursuite de l'expansion économique au Canada. Mais il reste à savoir si cette expansion s'accompagnera de solides gains de productivité, comme cela a été le cas aux États-Unis. Une chose est certaine toutefois. La Banque du Canada doit s'attacher à maintenir l'inflation à un niveau bas et stable. Sinon, elle risquerait de compromettre la poursuite de l'expansion et les gains de productivité potentiels.

— Gordon Thiessen

La conduite de la politique monétaire dans un pays voisin d'une grande puissance économique

Allocution prononcée par Gordon Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada
devant la Canadian Society of New York
New York (États-Unis)
le 9 mars 2000

TABLE DES MATIÈRES

1. Introduction 5

2. L'évolution récente de l'inflation 6

L'inflation et la fourchette cible..... 6
Les facteurs qui influent sur l'inflation 10

3. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation 16

4. Les perspectives en matière d'inflation 20

La conjoncture internationale 20
La demande et l'offre globales au Canada 22
La mesure des attentes relatives à l'inflation 24
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation 26
Les autres indicateurs des pressions inflationnistes 27
Les indicateurs de la monnaie et du crédit 27
Les prévisions relatives à l'inflation 29

5. Conclusions 31

Bibliographie 32

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.

- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie et, partant, une amélioration de sa croissance au fil du temps.

- Les cibles de maîtrise de l'inflation font en sorte que la politique monétaire contribue à atténuer les variations cycliques du revenu et de l'emploi, et elles permettent à la Banque de mieux évaluer le potentiel de croissance de l'économie.

L'outil de la politique monétaire

- La Banque du Canada tire parti de l'influence qu'elle exerce sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la fourchette cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des conditions monétaires sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener l'inflation au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. En décembre 1993, il a été décidé de maintenir cette fourchette jusqu'à la fin de 1998. En février 1998, son application a été prolongée jusqu'à la fin de 2001.

- Le gouvernement et la Banque comptent établir, d'ici la fin de 2001, quelle cible à long terme de la politique monétaire est compatible avec la stabilité des prix.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix des aliments et de l'énergie et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur l'IPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects, mesure qu'elle appelle *indice de référence*.

- En longue période, les mesures de l'inflation fondées sur l'IPC global et sur l'indice de référence tendent à présenter des profils d'évolution similaires. Toutefois, si les deux indices devaient afficher de façon persistante des profils d'évolution divergents, la Banque ajusterait la trajectoire souhaitée pour le taux d'augmentation de l'indice de référence de façon à ramener celui de l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible.

1. INTRODUCTION

Le rythme de l'expansion économique mondiale s'est accéléré...

L'économie mondiale a affiché un plus grand dynamisme que ne le prévoyait la Banque dans le *Rapport sur la politique monétaire* de novembre 1999. La croissance s'est accélérée tant dans les économies à marché émergent que dans les pays européens, et le rythme de l'expansion économique a encore augmenté aux États-Unis. Le Japon, toutefois, n'a pas participé jusqu'ici à ce regain d'activité.

... ce qui a accru le risque d'une recrudescence des pressions inflationnistes.

Avec le renforcement de l'expansion économique à l'échelle internationale, le risque d'une recrudescence des pressions inflationnistes s'est accru. Cela est particulièrement vrai aux États-Unis, où il est de plus en plus manifeste que la demande se rapproche des limites de l'offre, surtout sur le marché du travail. De plus, sous l'effet de la vive montée qu'ont connue les prix mondiaux du pétrole au cours de l'hiver, le taux d'inflation cité dans les manchettes a enregistré une hausse sensible dans la plupart des pays.

La croissance de l'économie canadienne a été supérieure aux attentes.

La tenue de l'économie canadienne durant les six derniers mois a aussi été supérieure aux attentes. La croissance a été plus forte que prévu, en raison de la vigueur de la demande extérieure et du raffermissement de la demande intérieure. Par contre, le taux de l'inflation tendancielle a été moins élevé que projeté et est resté l'un des plus bas au sein des principaux pays industriels. Le fait que les taux d'intérêt canadiens se soient maintenus au-dessous de leurs pendants américains s'explique dans une large mesure par ce faible niveau d'inflation.

Cette évolution met en évidence plusieurs facteurs d'incertitude importants dont il faudra tenir compte dans la conduite de la politique monétaire au cours des mois à venir. Tout d'abord, la croissance de la demande de produits canadiens au pays et à l'étranger pourrait demeurer plus robuste que prévu. Deuxièmement, il est possible que les pressions inflationnistes s'intensifient aux États-Unis, ce qui pourrait avoir des conséquences pour le Canada. Troisièmement, la capacité de l'économie canadienne de produire des biens et des services sans que ne s'attisent les tensions inflationnistes pourrait être supérieure à ce qu'on avait cru antérieurement.

Les données que renferme le présent rapport s'arrêtent au 1er mai 2000.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

La diminution de l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours des six derniers mois était inattendue...

Depuis l'automne dernier, l'inflation mesurée par l'indice de référence (IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects) est descendue plus bas dans la moitié inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque. Cette baisse n'avait pas été prévue. Au moment de la parution du *Rapport* de novembre 1999, on s'attendait à ce que cette mesure de l'inflation augmente pour atteindre le point médian de la fourchette cible au premier trimestre de 2000. Le bond important des prix de l'énergie a fait grimper le taux d'accroissement de l'IPC global, le portant à la limite supérieure de la fourchette cible.

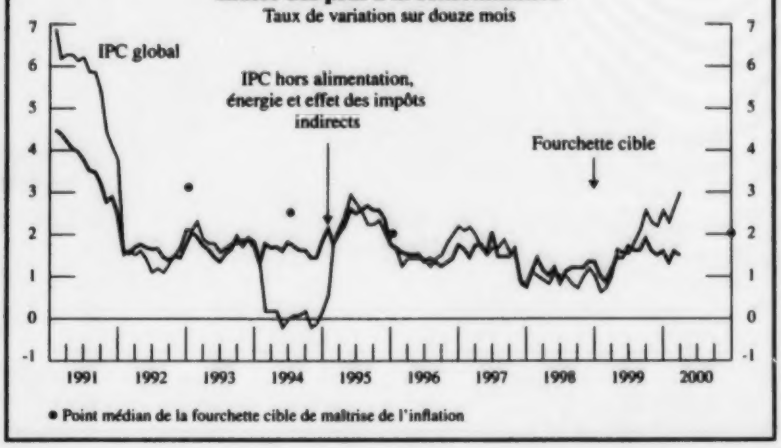
L'inflation et la fourchette cible

Le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence était de 1,5 % en mars, contre 1,9 % en septembre dernier (Graphique 1). Les autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle se situent autour de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 2).

Graphique 1

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



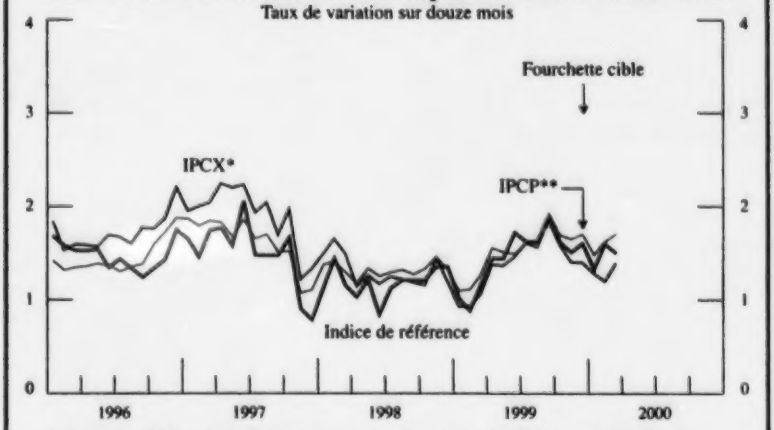
• Point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation

... et tenait à divers facteurs.

La baisse récente de l'inflation mesurée par l'indice de référence s'explique en bonne partie par l'évolution des prix au sein de plusieurs compartiments de la dépense des ménages. Au cours de la dernière année, les prix de la majorité des produits de consommation non énergétiques (biens et services) que nous importons ont diminué par suite de l'appréciation du dollar canadien et

Graphique 2

Indice de référence et mesures statistiques de l'inflation tendancielle



* La mesure IPCX exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que les effets des impôts indirects sur les autres composantes.

** La mesure IPCP multiplie la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante.

de la réduction des prix en dollars É.-U. de ces produits. La concurrence a aussi été vive dans le secteur du commerce de détail, ce qui a donné lieu à des rabais sur les biens de consommation semi-durables comme les vêtements et les chaussures et, dans une moindre mesure, sur les biens durables comme les automobiles et les appareils électroménagers. En outre, il semblerait que l'intensité moindre que prévu des pressions exercées sur les capacités de production ait joué un rôle.

Malgré le recul de l'inflation mesurée par l'indice de référence, le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global est passé de 2,6 % en septembre à 3 % en mars. Cette divergence entre les deux mesures est due à l'incidence de la hausse spectaculaire des prix de l'énergie sur l'IPC global (Note technique 1).

La montée des prix de l'énergie explique celle de l'IPC global.

La montée des prix de l'énergie était principalement imputable à l'escalade que les cours du pétrole brut ont connue pendant la dernière année sous l'effet des réductions de l'offre opérées par les membres de l'OPEP et plusieurs autres pays producteurs ainsi que de la progression de la demande mondiale. Les prix du gaz naturel se sont également accrus, mais pas autant que ceux du pétrole. Tout dernièrement, les cours mondiaux du pétrole brut se sont repliés quelque peu par rapport au sommet atteint au premier trimestre.

Les prix de nombreux autres produits de base non agricoles — notamment ceux des métaux communs et de la pâte à papier — ont aussi nettement augmenté, en raison surtout du renforcement de

Note technique 1

Les répercussions de la montée des prix du pétrole sur l'inflation

Les fortes fluctuations que les cours du pétrole brut enregistrent depuis deux ans et leur incidence sur l'IPC global montrent bien comme il importe de fonder la politique monétaire sur une mesure de l'inflation tendancielle qui fait abstraction des facteurs volatils. Par suite de réductions marquées de la production et d'un accroissement de la demande mondiale, le prix du baril de pétrole brut, qui s'établissait à un peu plus de 14 $ É.-U. en octobre 1998, a grimpé de quelque 80 % pour atteindre environ 25 $ É.-U. au début d'avril 2000. Cette hausse explique en grande partie le bond important des prix à la consommation de l'essence et du mazout, de même que le gros de l'accélération récente du taux d'augmentation de l'IPC global, qui est passé de moins de 1 % au début de 1999 à 3 % actuellement.

Les prix de l'essence et du mazout sont très sensibles aux fluctuations de l'offre et de la demande de pétrole brut à l'échelle internationale. C'est surtout par l'entremise de ces prix que les variations des cours du pétrole brut se répercutent dans un premier temps sur l'IPC. Ces variations peuvent également avoir des effets de première vague sur l'indice de référence car les coûts de l'énergie représentent une part considérable du coût total d'activités comme le transport aérien et routier ou la fabrication de produits en plastique. De plus, si la première vague d'effets amène les agents économiques à anticiper une accélération de l'inflation, les variations des cours du pétrole peuvent, dans un second temps, influencer les salaires et les autres prix.

Jusqu'ici, les effets de première vague du renchérissement du pétrole brut sur l'indice de référence semblent limités. On estime qu'ils étaient de moins de 0,1 % en mars — les principaux prix touchés étant les tarifs aériens — compte tenu de l'existence de contrats de longue durée, de la concurrence toujours intense dans le commerce de détail et de la difficulté de répercuter les hausses de coûts sur les prix. Cela tranche avec l'incidence estimative de 0,5 à 0,7 % qu'aurait à long terme une augmentation permanente de 80 % des cours du pétrole sur le niveau de l'indice de référence (si celle-ci devait être intégralement répercutée sur les prix à la consommation et qu'il n'y ait pas d'autre modification marquée des prix du pétrole). Il est vraisemblable toutefois que cette incidence s'échelonnerait sur plus d'un an. De plus, dans le climat de vive concurrence qui règne actuellement, cette estimation de l'incidence à long terme doit être vue comme maximale, puisque l'on peut s'attendre à ce que les entreprises réduisent leurs coûts en se tournant vers des sources d'énergie meilleur marché et en diminuant leur consommation d'énergie.

En excluant les prix de l'énergie de leur indice de référence, les autorités monétaires peuvent mieux évaluer la tendance de l'inflation et ainsi mieux prévoir les mouvements de celle-ci à l'avenir[1]. En retenant une mesure de l'inflation tendancielle, la Banque a fait clairement savoir qu'elle était prête à tolérer les effets de première vague des variations des prix à court terme du pétrole brut sur l'IPC global. Par contre, elle ne tolérera pas ceux de seconde vague. À l'heure actuelle, l'incidence de l'envolée des cours du pétrole brut sur l'IPC global semble s'être limitée aux effets de première vague. Toutefois, la Banque suivra la situation de près afin de déceler tout signe manifeste que des effets de seconde vague sont en train de se propager dans l'économie. Si les cours du pétrole brut demeurent voisins de 25 $ É.-U. ou fléchissent encore, la Banque croit que le taux d'augmentation de l'IPC global se mettra à diminuer pour se rapprocher de celui de l'indice de référence durant le deuxième trimestre de 2000.

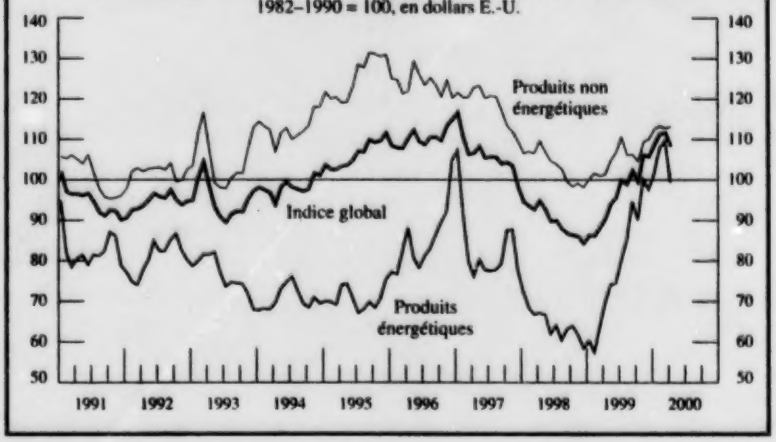
---

1. Suivant le même principe, la Banque omet les composantes plus volatiles ou réduit leurs pondérations lorsqu'elle crée d'autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle comme IPCX et IPCP. L'essence, le mazout et le gaz naturel sont trois des huit composantes les plus volatiles qui sont exclues d'IPCX. Est aussi exclu de cette mesure (mais pas de l'indice de référence) le prix du transport interurbain (principalement constitué des tarifs aériens), lequel est très sensible aux prix du pétrole.

Graphique 3

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada

1982–1990 = 100, en dollars É.-U.

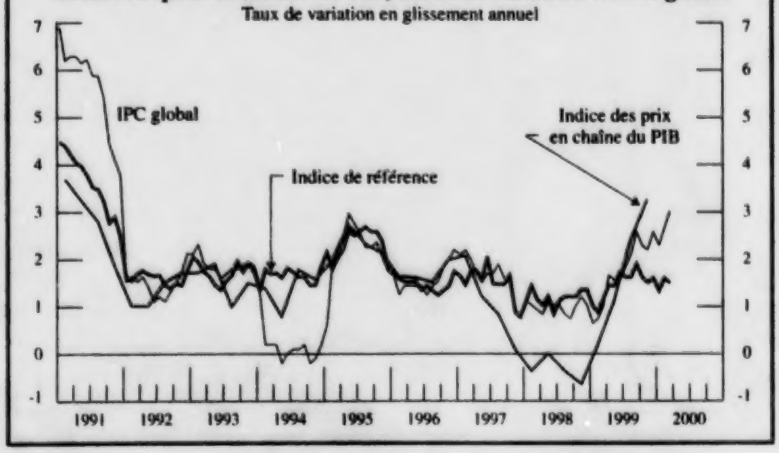


la demande à l'échelle internationale. Cette augmentation, combinée au renchérissement du pétrole, a eu pour effet d'accroître de 32 % depuis la fin de 1998 le prix moyen en dollars É.-U. des principales matières premières que produit le Canada, selon l'indice des prix des produits de base de la Banque (Graphique 3). Le redressement important des prix des produits de base que nous exportons est également responsable de la hausse marquée en 1999 de l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et services produits au Canada) relativement à l'indice de référence (Graphique 4).

Graphique 4

Indice des prix en chaîne du PIB, indice de référence et IPC global

Taux de variation en glissement annuel



Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

L'expansion de l'économie canadienne s'est raffermie au second semestre de 1999 et au début de 2000...

Le rythme d'expansion de l'économie canadienne a continué de se raffermir au cours du second semestre de 1999 et au début de 2000, grâce à l'extraordinaire vigueur de l'activité économique aux États-Unis, à une nouvelle augmentation des cours mondiaux des produits de base et à l'essor grandissant de la demande intérieure. Le PIB réel du Canada a crû de 5,0 % en taux annuel au second semestre de 1999, contre 4,3 % au premier semestre. Pour ce qui est du premier trimestre de 2000, les chiffres les plus récents donnent à penser que la croissance s'est poursuivie à un rythme rapide de près de 4 à 5 %.

... à la faveur de l'accélération de la croissance des exportations.

L'expansion remarquable de la demande globale aux États-Unis et la forte position concurrentielle de l'industrie canadienne ont contribué à l'accélération du rythme de croissance des exportations en volume, surtout celles des produits finis comme les machines et le matériel ainsi que les produits automobiles. En outre, la remontée des prix des produits de base a donné lieu à une reprise de la progression du volume des exportations de matières premières.

Les dépenses des ménages ont aussi été vigoureuses...

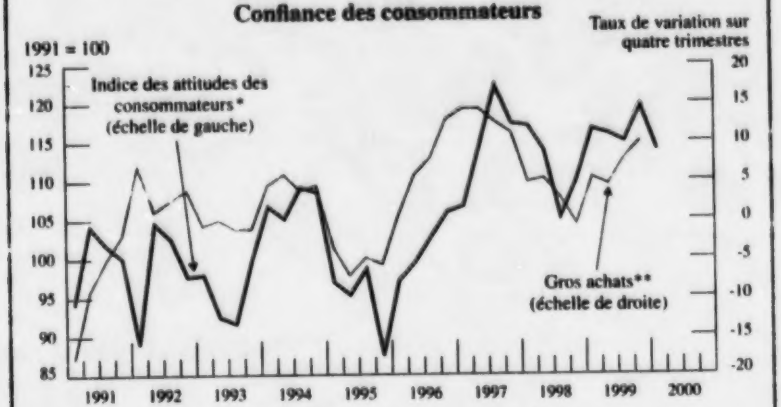
La croissance des dépenses des ménages a légèrement fléchi au second semestre de 1999; elle est néanmoins demeurée élevée, à la faveur d'un regain de confiance des consommateurs et d'un nouvel accroissement du revenu réel des particuliers (Graphique 5). D'après les données reçues jusqu'ici, les dépenses des ménages ont continué à progresser vigoureusement au premier trimestre de 2000. L'importante hausse du revenu disponible réel est largement attribuable à de solides gains au chapitre de l'emploi, surtout en ce qui concerne les emplois à plein temps (Graphique 6). De fait, le taux de chômage a encore diminué. La baisse des taux d'imposition des particuliers et, dans une moindre mesure, l'augmentation de la richesse personnelle liée à la démutualisation récente des compagnies d'assurance vie canadiennes ont également contribué à soutenir la confiance des consommateurs et la dépense des ménages.

... tout comme les dépenses d'investissement des entreprises.

Encouragées par les perspectives économiques et leurs propres perspectives financières, les entreprises canadiennes ont continué d'accroître de façon marquée leurs dépenses en biens d'équipement au cours du second semestre de 1999. Les dépenses en machines et matériel ainsi qu'en installations sont restées élevées. Les investissements dans l'industrie pétrolière et gazière se sont en particulier ressaisis de façon considérable au second semestre, par suite du vif renchérissement du pétrole brut et du gaz naturel.

Graphique 5

Confiance des consommateurs

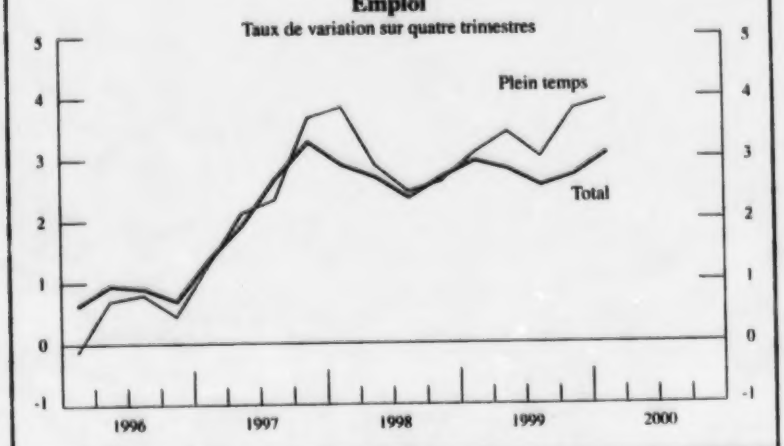


* Source : Conference Board du Canada
** Achats, en dollars constants, au titre des biens de consommation durables et du logement

Graphique 6

Emploi

Taux de variation sur quatre trimestres



Les premiers indicateurs incitent à croire que la progression vigoureuse des investissements s'est poursuivie au premier trimestre de 2000.

Les importations ont affiché une croissance extrêmement robuste.

Les importations ont continué d'afficher une croissance élevée au cours des six derniers mois de 1999 et au début de 2000, en raison notamment de l'essor rapide de la demande intérieure de biens à forte teneur en importations comme les machines et le matériel ainsi que les véhicules automobiles.

La balance courante canadienne (en valeur) a continué de s'améliorer au second semestre de 1999 et a atteint l'équilibre au troisième trimestre, avant de redevenir légèrement déficitaire en

fin d'année. Son amélioration traduisait un redressement des termes de l'échange, attribuable surtout à la hausse des prix des produits de base. Cet avantage au chapitre des prix a partiellement contrebalancé une diminution de l'excédent de la balance commerciale en volume, liée au fait que la croissance des importations continuait de dépasser celle des exportations. Les premières données semblent indiquer que le solde de la balance courante est probablement redevenu excédentaire au premier trimestre, à la faveur d'un bond de l'excédent commercial en chiffres réels et d'une nouvelle amélioration des termes de l'échange.

La maîtrise des coûts

Le rythme d'augmentation des salaires s'est accéléré, mais il demeure modeste par rapport aux gains de productivité et à l'inflation.

La Banque surveille un certain nombre de mesures des salaires, dont chacune possède ses propres limites. Dans l'ensemble, ces mesures donnent à penser que le rythme d'augmentation des salaires s'est accéléré quelque peu, mais qu'il est demeuré égal ou légèrement inférieur à celui qui serait compatible avec le taux de croissance moyen de la productivité et la tenue récente de l'inflation tendancielle au Canada.

La progression sur quatre trimestres des gains horaires moyens (heures supplémentaires non comprises) pour les employés permanents, dont fait état depuis quelque temps seulement la publication de Statistique Canada intitulée *Information population active*, a affiché une tendance modérée à la hausse depuis la fin de 1998. Elle s'est établie à 3,2 % au premier trimestre de 2000, contre 3,0 % au trimestre précédent. En revanche, une autre mesure globale, à savoir le taux d'accroissement sur quatre trimestres des revenus du travail par heure-personne, a été assez stable en 1999 et s'est maintenue entre 1 et 2 %. Selon les données relatives aux accords salariaux, qui ne se rapportent qu'à environ 20 % des emplois salariés (agriculture exclue), la moyenne des hausses annuelles consenties aux employés syndiqués du secteur privé est remontée depuis 1998. Elle a atteint 2,7 % au deuxième semestre de 1999, comparativement à 2,3 % au premier, en raison principalement de la signature d'ententes dans l'industrie automobile. En janvier et en février 2000, les augmentations accordées dans le secteur privé ont été en moyenne de 2,8 % (Graphique 7). Enfin, selon une enquête sur la rémunération réalisée aux mois d'août et de septembre 1999 par le Conference Board du Canada, les hausses salariales pour 2000 pourraient être légèrement inférieures à celles octroyées en 1999. Ainsi, on prévoit des augmentations de 3,4 % pour les employés non syndiqués du secteur privé, alors qu'elles avaient été de 3,6 % en 1999. Il se peut toutefois que ces prévisions soient révisées à la hausse, compte tenu du dynamisme inattendu affiché par l'économie depuis que l'enquête a été menée.

Graphique 7

Accords salariaux et salaire horaire moyen

Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés

* Source : *Information population active*

** Source : Développement des ressources humaines Canada, données les plus récentes = janvier et février 2000

Après avoir fait piètre figure en 1998, la production par heure-personne s'est redressée l'année dernière. Au quatrième trimestre de 1999, elle avait progressé de plus de 1 % par rapport à la même période l'année précédente (Graphique 8). Conjuguée aux gains modérés enregistrés au chapitre du revenu du travail par heure-personne, cette amélioration de la productivité du travail a donné lieu en 1999 à une augmentation modeste de l'ordre de 1 % des coûts unitaires de main-d'œuvre, ce qui est inférieur à l'inflation mesurée par l'indice de référence. Les dépenses que les entreprises consacrent à l'achat de machines et de matériel, surtout d'ordinateurs, sont restées très vigoureuses en 1999, ce qui est de bon augure pour la croissance future de la productivité.

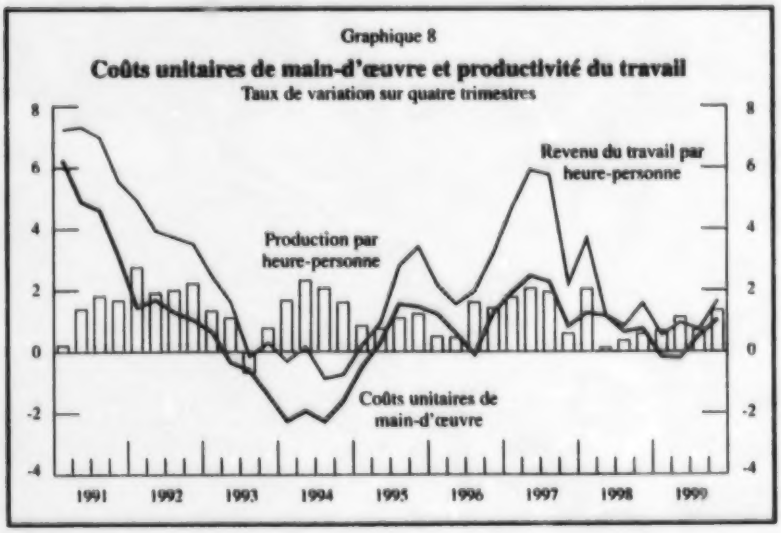
La productivité du travail s'est progressivement redressée en 1999...

... et le dynamisme des investissements en machines et matériel laisse présager de nouveaux gains de productivité.

Graphique 8

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail

Taux de variation sur quatre trimestres



Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

La mesure usuelle de la production potentielle que la Banque utilise donne à penser que l'économie est aux prises avec une demande excédentaire...

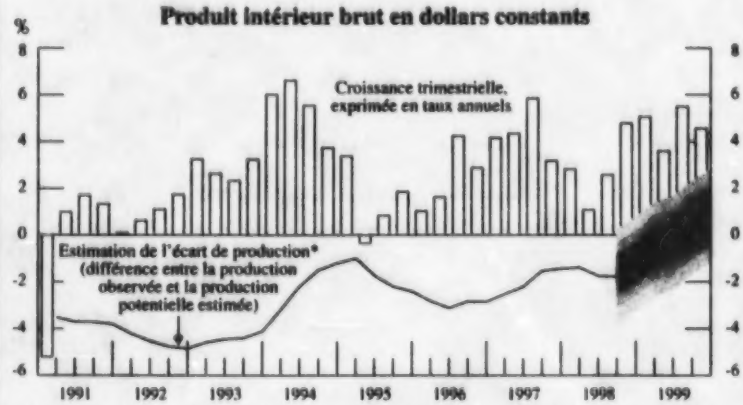
La Banque estimait, au moyen des techniques de mesure qu'elle a coutume d'utiliser, que l'économie canadienne tournait au milieu de 1999 à un régime d'environ 0,50 % inférieur à celui qui correspond à sa capacité de production. Selon les estimations obtenues à l'aide de ces mêmes techniques, l'économie fonctionnait à la fin de l'année à un rythme de près de 0,75 % au-dessus de cette capacité[1]. L'estimation de la production potentielle est toujours entachée d'une grande incertitude, comme en fait foi le large intervalle de confiance dont s'accompagne l'évaluation de l'écart de production (Graphique 9). Étant donné cette incertitude et le niveau particulièrement élevé du taux d'utilisation des capacités dans l'économie, la Banque a souligné la nécessité d'observer divers autres indicateurs pour pouvoir évaluer l'intensité des pressions qui s'exercent sur la capacité de production.

... mais d'autres indicateurs laissent croire que cette mesure sous-estime les capacités de production.

Un certain nombre de ces indicateurs laissent supposer que la mesure de la production potentielle que la Banque utilise d'ordinaire a sous-estimé la capacité de l'économie de produire des biens et services sans que s'intensifient les pressions inflationnistes. Avant toute chose, en dépit de la rapidité inattendue de l'expansion de l'économie, l'inflation mesurée par l'indice de réfé-

Graphique 9

Produit intérieur brut en dollars constants



* Les zones ombrées autour des valeurs estimées de l'écart de production pour 1998 et 1999 représentent (des plus foncées aux plus pâles) les intervalles de confiance à 25 %, 50 %, 75 % et 95 %.

1. Au moment de la publication du *Rapport* de novembre, on avait estimé à environ 0,25 % la marge de capacités inutilisées au milieu de 1999. Les estimations passées de l'écart de production ont été mises à jour à la suite de la révision à la hausse apportée par Statistique Canada au niveau du PIB pour le premier semestre de 1999 et en raison de la croissance plus forte que prévu du PIB au deuxième semestre.

rence a été plus faible que prévu ces derniers mois, ce qui ne peut être expliqué entièrement par des facteurs spéciaux de nature temporaire. Qui plus est, même si les produits que nous exportons sont très en demande, les données de Statistique Canada relatives aux commandes en carnet ne montrent aucun goulot d'étranglement important dans la production. Les niveaux des stocks semblent aussi à peu près équilibrés. Sur le marché du travail, certains signes témoignent d'une accélération du rythme de progression des salaires, mais, dans l'ensemble, les augmentations ont été modestes jusqu'ici comparativement à la croissance de la productivité et à l'inflation, et les taux d'activité sont à la hausse. Il pourrait donc y avoir davantage de ressources inutilisées sur le marché du travail que ne l'indique la mesure usuelle de la production potentielle.

Parallèlement, plusieurs autres indicateurs donnent à penser que les capacités inutilisées de l'appareil de production sont en train d'être absorbées rapidement. La mesure du taux d'utilisation des capacités du secteur des produits non agricoles que publie Statistique Canada s'est accrue au deuxième semestre de 1999 et a touché le sommet qu'elle avait atteint à la fin des années 1980. En outre, le taux de chômage est descendu juste au-dessous de 7 % au début de 2000, à un niveau qui ne s'était pas vu depuis 24 ans, et des pénuries de main-d'œuvre ont été signalées non seulement chez les spécialistes des technologies de l'information mais aussi, entre autres, chez les camionneurs et les ouvriers qualifiés dans les secteurs de la fabrication et de la construction.

Somme toute, la gamme complète des indicateurs incite à croire que la mesure usuelle de la production potentielle que la Banque utilise a sous-estimé les capacités de production au sein de l'économie canadienne. La Banque est donc d'avis que cette dernière n'était pas encore aux prises avec une demande excédentaire à la fin de 1999, mais qu'elle était en train de rapidement absorber les capacités inutilisées.

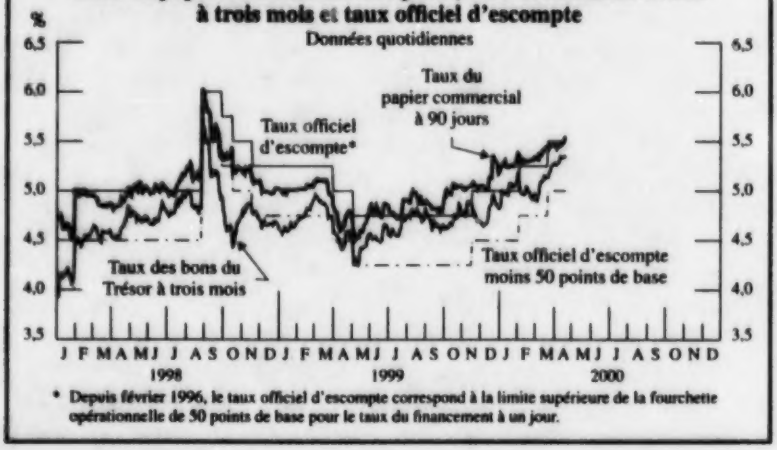
3. LA RÉALISATION DES CIBLES DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

La Banque a relevé les taux à court terme à deux reprises pour maintenir l'inflation tendancielle à l'intérieur de la fourchette cible de 1 à 3 %.

La Banque du Canada a relevé le taux officiel d'escompte de 25 points de base (Graphique 10) les 3 février et 22 mars derniers, pour le porter à 5,5 % et ainsi faire passer le taux cible du financement à un jour à 5,25 %. Ces hausses avaient pour objet de maintenir la tendance future des prix à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % que vise la Banque et de permettre ainsi à l'économie canadienne de continuer à croître à un rythme soutenable.

Graphique 10

Taux du papier commercial à 90 jours, taux des bons du Trésor à trois mois et taux officiel d'escompte


%
Données quotidiennes
6,5
6,0
5,5
5,0
4,5
4,0
3,5
Taux du papier commercial à 90 jours
Taux officiel d'escompte*
Taux des bons du Trésor à trois mois
Taux officiel d'escompte moins 50 points de base
J F M A M J J A S O N D J F M A M J J A S O N D J F M A M J J A S O N D
1998
1999
2000

* Depuis février 1996, le taux officiel d'escompte correspond à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle de 50 points de base pour le taux du financement à un jour.

Les mesures prises par la Banque tenaient compte de l'incidence sur l'économie canadienne des augmentations des taux directeurs de la Réserve fédérale américaine et d'une propagation à notre pays des fortes pressions exercées par la demande aux États-Unis. Lorsqu'elle a annoncé le relèvement de ses taux, la Réserve fédérale a souligné les risques d'une intensification des pressions inflationnistes aux États-Unis dans un avenir assez proche, en raison de la vigueur insoutenable de la demande. Bien qu'il y ait d'importantes similitudes entre la conjoncture économique du Canada et celle de son voisin du sud, on observe aussi entre ces dernières des différences marquées, et le taux que vise la Banque du Canada pour le financement à un jour demeure inférieur de

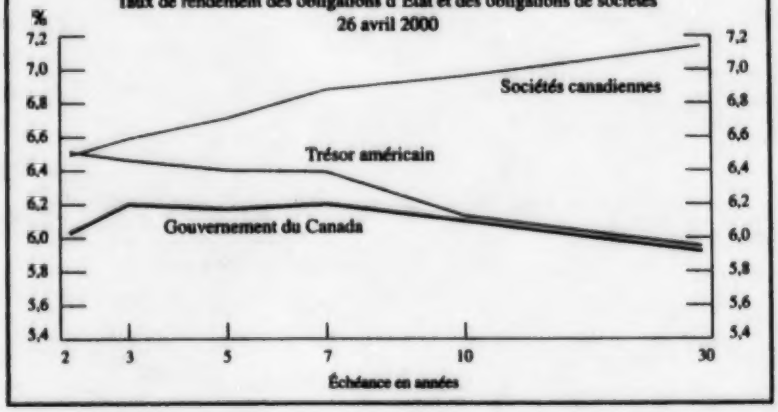
75 points de base au taux cible établi par les autorités monétaires américaines pour les fonds fédéraux.

Les hausses des taux d'intérêt dans les deux pays étaient largement attendues sur les marchés financiers. De fait, on croyait que, n'eût été la nécessité de fournir temporairement au système des liquidités supplémentaires à l'approche du passage à l'an 2000, les conditions monétaires aux États-Unis auraient été resserrées un peu plus tôt. Comme les taux à court terme en vigueur sur les marchés canadiens et américains avaient déjà augmenté dans l'expectative des relèvements des taux directeurs, l'annonce effective de ces relèvements n'a presque pas eu d'incidence sur eux.

Graphique 11

Structure des taux d'intérêt selon l'échéance au Canada et aux États-Unis

Taux de rendement des obligations d'État et des obligations de sociétés
26 avril 2000



La courbe des rendements s'est considérablement aplatie au cours des six derniers mois, les taux à moyen terme et plus particulièrement les taux à long terme s'étant repliés (Graphique 11). Les réductions des besoins de financement du gouvernement ont fortement contribué à la baisse des rendements obligataires. Au Canada comme aux États-Unis, le marché des obligations de l'État s'est ressenti de la réduction réelle et prévue des emprunts publics à long terme, qui s'est traduite par une étroitesse des marchés, notamment pour les titres à 30 ans, et par des variations inopinées des prix à certains moments. Ainsi, la courbe de rendement des obligations du gouvernement canadien présente actuellement une bosse, les taux des obligations de 3 à 10 ans dépassant ceux des obligations à 30 ans. Aux États-Unis, la courbe de rendement des

Des facteurs d'ordre technique ont fait chuter les taux de rendement des obligations à long terme du gouvernement.

obligations du Trésor s'est inversée depuis novembre et affiche maintenant une pente négative. Quant à la courbe de rendement des obligations des sociétés canadiennes — qui a été moins touchée par des facteurs exceptionnels du côté de l'offre et qui reflète le coût du financement dans le secteur privé —, elle a une pente positive tout à fait normale. Il reste, malgré tout, que le dynamisme observé en général sur les marchés des titres à revenu fixe est alimenté par une solide confiance dans la stabilité des prix à long terme.

Le cours du dollar canadien pondéré en fonction des échanges commerciaux est demeuré relativement ferme grâce à des facteurs fondamentaux favorables.

Il y a eu une nette demande pour les actifs libellés en dollars canadiens sur le marché des changes ainsi que sur le marché obligataire, comme en témoigne la fermeté relative qu'a affichée depuis novembre le cours du dollar canadien pondéré en fonction des échanges commerciaux (Graphique 12). Cette fermeté est attribuable au redressement du marché des ressources naturelles, à l'amélioration du solde de la balance des paiements courants et à la conviction croissante que la solide expansion économique allait se poursuivre pendant un certain temps encore. Bien que le dollar canadien ne se soit pas raffermi vis-à-vis du dollar américain, qui a fait preuve d'une grande vigueur, il s'est fortement apprécié par rapport aux devises d'outre-mer.

Graphique 12

Taux de change du dollar canadien

Graphique 13

Indice des conditions monétaires

Données des mercredis, janvier 1987 = 0

L'indice des conditions monétaires de la Banque a augmenté sous l'effet de la montée des taux à court terme du marché, pour s'établir récemment entre –5,5 et –5,0, alors qu'au second semestre de 1999, il avait oscillé entre –7,0 et –6,0 (Graphique 13).

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

Selon nos analyses, les forces à l'œuvre laissent encore présager que des pressions à la hausse s'exerceront sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Cependant, cette projection demeure entachée de plusieurs incertitudes importantes.

La conjoncture internationale

Il y a de bonnes chances que la reprise se poursuive dans les économies à marché émergent.

L'économie mondiale a de nouveau gagné en vigueur, et les taux de croissance enregistrés à l'heure actuelle dans bon nombre de régions du globe dépassent les attentes[2]. Cette expansion plus rapide que prévu résulte dans une grande mesure de la tenue des économies à marché émergent, dont les perspectives d'évolution pour l'an 2000 sont généralement très encourageantes. Dans les pays asiatiques que la crise financière de 1997-1998 avait frappés de plein fouet, la reprise continue de se raffermir. La croissance a été faible en 1999 en Amérique latine, sauf au Mexique, mais la situation devrait s'améliorer sensiblement cette année.

On s'attend à une croissance robuste de la production dans la zone euro et au Royaume-Uni.

Dans la zone euro ainsi qu'au Royaume-Uni, le rythme de l'expansion économique a augmenté au deuxième semestre de 1999, pour se situer aux alentours de 3,5 %. Bien que l'on s'attende à ce que ce rythme soit un peu moins rapide en 2000, l'activité devrait rester vigoureuse. Le taux d'inflation cité dans les manchettes s'est accru dans les deux régions, mais c'est essentiellement le renchérissement de l'énergie (conjugué au relèvement des taux des prêts hypothécaires au Royaume-Uni) qui semble expliquer la hausse observée récemment. La Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre ont majoré leurs taux directeurs afin de contrecarrer les risques d'inflation découlant de l'accroissement de la demande et, dans le cas de la BCE, de la dépréciation de l'euro.

L'économie du Japon devrait continuer de bénéficier de l'application de mesures de relance budgétaire.

Les perspectives restent beaucoup plus incertaines au Japon, où l'anémie de la demande intérieure finale a donné lieu, au quatrième trimestre de 1999, au deuxième recul d'affilée du PIB réel. Des indicateurs plus récents laissent entrevoir que, malgré la vigueur persistante du yen vis-à-vis des autres monnaies, la croissance devrait se renforcer au premier semestre de cette année, à la faveur du programme de relance budgétaire annoncé par le gouvernement en novembre dernier. Toutefois, on ne sait toujours pas

2. Dans la livraison du printemps des *Perspectives de l'économie mondiale*, le FMI prévoit pour 2000 une croissance économique de 4,2 % à l'échelle mondiale (comparativement à 3,3 % en 1999), ce qui dépasse de 0,8 point de pourcentage le taux avancé dans la livraison précédente de cette publication (octobre 1999).

quand une reprise durable, reposant sur la demande du secteur privé, s'amorcera dans ce pays.

Même si l'on s'attend à ce que la croissance économique ralentisse aux États-Unis...

Aux États-Unis, la croissance du PIB réel a continué d'être supérieure aux attentes, se hissant au-dessus de 7 % en taux annuel au dernier trimestre de 1999, pour s'établir à 4,6 % en moyenne pendant l'année. Cet essor marqué de l'activité s'est poursuivi durant les premiers mois de 2000. (Selon des données préliminaires, le PIB aurait crû au rythme de 5,4 % au premier trimestre.) On prévoit cependant un certain ralentissement du rythme de l'expansion économique au cours de cette année et en 2001, car le faible taux d'épargne des particuliers et les hausses récentes et attendues des taux d'intérêt devraient modérer la croissance des dépenses de consommation. La volatilité observée sur les places boursières pourrait aussi tempérer l'optimisme des consommateurs. Le taux d'inflation hors alimentation et énergie aux États-Unis a augmenté pour dépasser 2 %. Toutefois, d'importants gains de productivité ont contribué à contenir les pressions globales sur les coûts et les prix.

... l'inflation hors alimentation et énergie risque de s'accélérer.

Malgré ces facteurs généralement favorables, les risques d'une résurgence de l'inflation subsistent aux États-Unis en raison du niveau élevé d'utilisation des ressources et du rythme rapide de la croissance de la demande globale, qui dépasse celui de la production potentielle. Par conséquent, les autorités monétaires américaines ont procédé à un relèvement graduel de leurs taux directeurs. La croissance de l'activité devrait se modérer par rapport au rythme insoutenable qu'elle enregistre à l'heure actuelle, mais on ne sait pas exactement dans combien de temps cela se produira. Ce qui est clair toutefois, c'est qu'il est nécessaire que le rythme de l'expansion économique aux États-Unis ralentisse et s'établisse à des niveaux proches du taux de croissance de la production potentielle, sinon inférieurs à celui-ci.

Un autre facteur de déséquilibre au sein de l'économie américaine est l'important déficit de la balance courante, qui reflète les niveaux trop élevés et le rythme de croissance trop rapide de la demande par rapport à l'offre. Bien que l'on s'attende à ce que ce déficit s'amenuise à mesure que l'économie américaine décélérera et que la reprise se consolidera outre-mer, il est peu probable que cette diminution soit substantielle si le dollar américain ne se déprécie pas à moyen terme.

Les prix des produits de base non énergétiques devraient poursuivre leur remontée.

Les cours du pétrole brut ont connu une envolée au cours du premier trimestre de 2000, puis ils se sont inscrits en baisse par suite de l'annonce d'une augmentation de la production par les pays de l'OPEP en avril. On croit qu'ils se stabiliseront ou même fléchiront encore légèrement dans le courant de l'année. En revanche, les prix des produits de base non énergétiques devraient continuer de se raffermir en réaction à la forte croissance de la demande globale.

La demande et l'offre globales au Canada

Même si on s'attend à ce que l'expansion de l'économie américaine ralentisse en 2000 par rapport au rythme effréné qu'elle affichait récemment, on croit tout de même qu'elle demeurera plutôt robuste et s'établira aux alentours de 4 % (d'un quatrième trimestre à l'autre). Ces prévisions, conjuguées au redressement considérable des prix des produits de base et au dynamisme de la demande intérieure, donnent à penser que la croissance de l'activité au Canada sera vigoureuse cette année. Étant donné que le niveau de l'activité aux États-Unis est déjà élevé par rapport à la capacité de production de ce pays, la Banque prévoit, pour 2001, que le taux de croissance de l'économie américaine diminuera encore pour descendre sous celui de la production potentielle (qui serait d'environ 3,25 % selon les estimations actuelles de la Banque), ce qui aiderait à remédier dans une certaine mesure aux déséquilibres mentionnés précédemment. Ce scénario contribuerait aussi grandement à ralentir la croissance de l'économie canadienne.

La croissance des exportations canadiennes devrait décélérer cette année, tout comme celle des importations.

La baisse de régime attendue aux États-Unis, conjuguée à l'affaiblissement de l'impulsion fournie par la dépréciation antérieure du dollar canadien, devrait commencer à modérer l'avance des exportations canadiennes dans le courant de l'année. Mais le regain d'activité observé chez bon nombre des autres partenaires commerciaux du Canada ainsi que le renchérissement des produits de base devraient tempérer quelque peu ce repli. La croissance des importations devrait aussi marquer le pas cette année, en réponse à un tassement de celle de la demande de biens à teneur élevée en importations.

On prévoit que l'expansion de la demande des ménages demeurera robuste...

De nouveaux gains au chapitre de l'emploi, les paiements du gouvernement fédéral résultant du règlement sur la parité salariale et les réductions de l'impôt sur le revenu des particuliers devraient rendre les consommateurs très confiants et alimenter une forte progression de la demande des ménages. La volatilité affichée récemment par les cours des actions pourrait cependant inciter les consommateurs à une plus grande prudence en matière de dépenses.

... et que les investissements des entreprises resteront élevés.

Après avoir connu un essor marqué en 1999, attribuable en partie aux préparatifs liés au passage à l'an 2000, les investissements des entreprises devraient demeurer élevés cette année, à la faveur de la forte progression que devrait connaître la demande extérieure et intérieure et de rentrées de fonds substantielles dans le secteur de l'exploitation des ressources naturelles. Il se pourrait même qu'ils continuent d'augmenter à un rythme rapide puisque les ressources qui étaient consacrées à la préparation au passage à l'an 2000 peuvent dorénavant être affectées à l'accroissement de la capacité de production.

Le budget fédéral déposé en février 2000 est un peu plus expansionniste que ce que donnaient à entendre les perspectives en matière de finances publiques présentées en novembre dernier dans la *Mise à jour économique et financière* de 1999. Les dépenses supplémentaires annoncées devraient être réparties sur 2000 et 2001.

Les plus récentes prévisions du secteur privé concernant la croissance du PIB réel (en moyenne annuelle) ont été sensiblement révisées à la hausse; elles s'établissent à l'heure actuelle à 4,1 % pour 2000, au lieu des 2,9 % projetés au moment de la parution du *Rapport* de novembre. Pour 2001, les prévisionnistes tablent maintenant sur une progression du PIB réel de l'ordre de 3,1 %.

L'avance de la production devrait être de l'ordre de 4 à 4,5 % en 2000...

En tenant compte de la révision à la hausse du rythme de l'expansion économique enregistrée en 1999 ainsi que des données les plus récentes, la Banque prévoit que l'avance de la production au Canada atteindra de 4 à 4,5 % environ en 2000[3]. Ce pronostic, conjugué aux estimations de la croissance de la production potentielle qui s'établissent entre 2,5 et 3,0 % cette année, selon la mesure usuelle de la Banque, implique que des pressions émanant d'une demande excédentaire pourraient fort bien commencer à se faire sentir au Canada au cours de l'année. Si l'on veut prévenir une intensification des pressions inflationnistes, il faudra que la croissance de l'économie ralentisse pour se rapprocher de celle de la production potentielle en 2001. Cela suppose une décélération de l'expansion économique aux États-Unis combinée à un tassement de la progression de la demande intérieure au Canada.

... puis elle devra ralentir pour se rapprocher de la croissance de la production potentielle en 2001.

Au moment d'établir ses projections au sujet des pressions qu'exercera la demande en 2001, la Banque doit tenir compte non seulement de l'incertitude entourant le *niveau* actuel de la production potentielle mais aussi de celle concernant le *taux de croissance* futur des capacités de production. L'ampleur des restructurations qui ont été opérées dans les secteurs privé et public au cours des années 1990, les hauts niveaux d'investissement en machines et matériel observés récemment et la possibilité que l'accélération marquée de la productivité du travail aux États-Unis gagne le Canada donnent tous à penser que le taux de croissance de la productivité canadienne pourrait augmenter dans l'avenir. Il est toutefois plus difficile encore de prédire l'importance de cet accroissement et le moment où il se produira que d'évaluer le niveau actuel des capacités de production (Note technique 2). Par conséquent, la Banque suivra de près tous les indicateurs pouvant la renseigner sur les capacités de production et sur le degré de pression s'exerçant sur celles-ci pour repérer les signes attestant

3. Dans sa mise à jour de février, la Banque estimait que la progression du PIB réel avoisinerait cette année la limite supérieure de la plage de 2,75 à 3,75 % qu'elle projetait dans la livraison de novembre du *Rapport*.

d'une hausse du taux de croissance de la production potentielle. Jusqu'à ce que de tels signes soient manifestes, la Banque fera preuve de prudence dans l'établissement de ses projections.

La mesure des attentes relatives à l'inflation

L'inflation attendue à long terme se situe près du point médian de la fourchette cible.

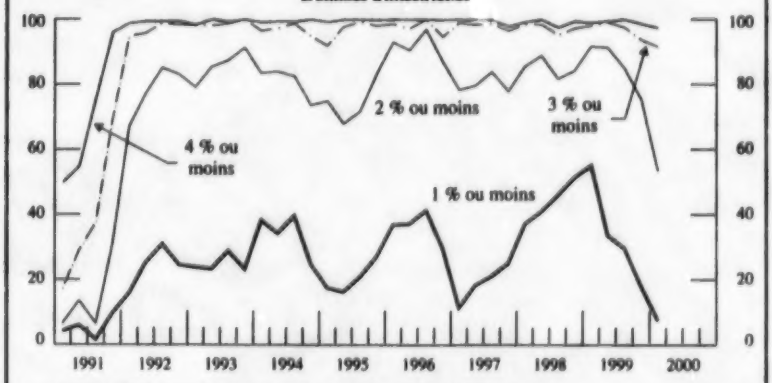
Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board sur la confiance des entreprises canadiennes qui ont été publiés ce printemps révèlent que 53 % des répondants s'attendaient à ce que les prix augmentent en général au cours des six mois suivants à un rythme de 2 % ou moins, et 92 %, à un rythme de 3 % ou moins (Graphique 14). Le pourcentage des répondants qui anticipaient un taux de 2 % ou moins est en forte baisse par rapport à l'automne dernier, ce qui s'explique vraisemblablement par l'incidence récente sur l'IPC global de l'envolée des cours mondiaux du pétrole. De même, environ 92 % des entreprises sondées en mars dernier par les représentants régionaux de la Banque estimaient que l'inflation mesurée par cet indice allait demeurer cette année dans la fourchette de 1 à 3 % visée. Selon les prévisions du secteur privé, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait s'établir en moyenne à 2,3 % en 2000 (au lieu des 2,0 % avancés à l'automne) et à 2,1 % en 2001. Ces révisions à la hausse tiennent largement à la montée des prix de l'énergie. Les taux d'inflation prévus à plus long terme varient généralement entre 1,7 et 1,9 %, selon l'horizon considéré (Graphique 15).

Au cours des six derniers mois, l'écart de rendement entre les obligations classiques et les obligations à rendement réel a eu tendance à varier au gré des fluctuations des rendements nominaux,

Graphique 14

Répartition des attentes d'inflation pour les six prochains mois

Données trimestrielles



Source : Conference Board du Canada, *Indice de confiance des entreprises*

Note technique 2

L'évolution de la productivité au Canada et aux États-Unis

Depuis 1995, l'activité aux États-Unis a progressé en moyenne d'environ 4 % par année en termes réels, et l'inflation s'y est maintenue à de bas niveaux. Les observateurs ont fait remarquer que cette tenue exceptionnelle s'est accompagnée d'un essor de la productivité du travail qui a contribué à limiter les coûts. Durant cette période, la production horaire dans le secteur des entreprises s'est accrue d'environ 2,5 % l'an, soit près du double du taux enregistré durant les vingt années antérieures. Au Canada par contre, la production horaire dans ce secteur n'a crû que d'un peu moins de 1 % l'an en moyenne depuis 1995, soit à peu près au même rythme que depuis le milieu des années 1970.

L'écart qui s'est créé récemment entre ces deux pays au chapitre de la tenue de la productivité peut s'expliquer de plusieurs façons. Premièrement, l'économie tourne près des limites de sa capacité depuis bien plus longtemps aux États-Unis qu'au Canada, ce qui s'est traduit par de plus forts investissements en machines et matériel là-bas qu'ici. Deuxièmement, les innovations dans le domaine des technologies de l'information sont mises en œuvre plus rapidement aux États-Unis qu'au Canada. Troisièmement, l'accélération de la croissance de la productivité chez nos voisins du sud s'est concentrée dans les industries de pointe que sont les produits électriques et électroniques et les machines industrielles, lesquelles sont à l'origine d'une part beaucoup plus importante de la production globale américaine que canadienne. Enfin, le classement récent de tous les achats de logiciels parmi les investissements aux fins du calcul du PIB aux États-Unis (mais non au Canada) explique une partie de l'écart de croissance de la productivité entre les deux pays[1].

Cependant, il y a tout lieu d'espérer que l'accroissement de la productivité et donc de la production va s'accélérer au Canada. À mesure que les progrès réalisés aux États-Unis dans le domaine des technologies de l'information gagneront les autres pays industriels, les entreprises canadiennes pourront tirer parti de la généralisation des gains d'efficience liés à l'exploitation de ces nouvelles technologies. Une hausse de la croissance de la productivité au pays est d'autant plus probable que les entreprises ont beaucoup accru leurs investissements en machines et matériel ces dernières années et que les progrès techniques récents sont généralement intégrés aux nouveaux équipements. En outre, à la faveur du resserrement des marchés du travail et des produits, les gains de productivité découlant de la restructuration entreprise dans les secteurs privé et public durant les années 1990 pourraient devenir plus manifestes[2].

Il reste que l'ampleur de l'accélération que devrait connaître l'accroissement de la productivité au Canada et le moment où celle-ci se produira sont très incertains. Étant donné la volatilité propre aux statistiques globales de la productivité, il pourrait s'écouler plusieurs années avant que l'on puisse affirmer avec certitude que le taux tendanciel de croissance de la productivité a augmenté au pays. Entre-temps la Banque surveillera l'évolution de l'inflation et d'autres indicateurs afin d'évaluer l'intensité des pressions qui s'exercent sur les capacités de production.

Croissance de la production par heure-personne dans le secteur des entreprises non agricoles
(taux annuel moyen de variation)

	1961–1973	1973–1988	1988–1995	1995–1999
Canada	3,13	1,12	0,92	0,77
États-Unis	2,99	1,42	1,40	2,61

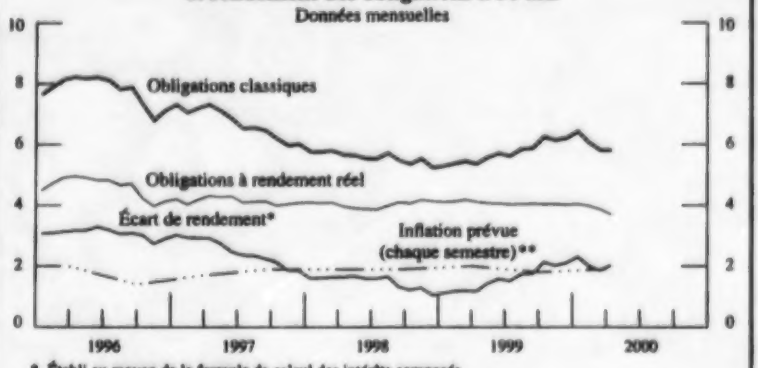
Sources : Statistique Canada et U.S. Bureau of Labor Statistics

1. Le calcul de la progression de la productivité pourrait soulever divers problèmes de mesure des prix, en particulier dans un certain nombre de branches du secteur des services (Maclean, 1996). Cependant, rien n'indique que ces problèmes tirent davantage à conséquence au Canada qu'aux États-Unis.
2. Voir Kuszczak et Dion (1997-1998).

Graphique 15

Hausse de l'IPC prévue pour 6 à 10 ans plus tard et rendement des obligations à 30 ans

Données mensuelles



* Établi au moyen de la formule de calcul des intérêts composés.
**Source : Consensus Economics Inc.

mais il est resté proche de 2 %, les taux des obligations à rendement réel ayant été relativement stables. Pour diverses raisons, on ne peut en déduire que le taux d'inflation attendu à long terme se situe exactement à ce niveau, mais il est tout de même rassurant de constater que l'écart s'est stabilisé près du point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

La hausse des prix de l'énergie ne devrait pas avoir d'incidence marquée sur l'inflation mesurée par l'indice de référence.

La flambée des cours du pétrole brut qui s'est produite au premier trimestre — et qui s'est partiellement résorbée en avril — ne devrait pas avoir d'incidence prononcée sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Jusqu'à présent, seuls les tarifs aériens ont été touchés par la hausse des prix de l'énergie, mais il est encore possible que celle-ci se répercute sur d'autres composantes de l'indice de référence (voir Note technique 1). L'importance des effets de première vague sur le niveau des prix dépendra de la persistance du renchérissement du pétrole ainsi que des conditions globales régnant sur les marchés.

Les augmentations salariales devraient probablement se stabiliser autour de 3 % en 2000, opinion confortée par les résultats d'un certain nombre d'enquêtes sur la rémunération qui ont été menées à l'échelle nationale. On s'attend à ce que le taux de croissance de la productivité augmente cette année, compte tenu de la vigueur des investissements en machines et matériel qui ont été effectués en 1999 et de la montée des tensions sur le marché du travail. Par conséquent, les coûts unitaires de main-d'œuvre ne devraient à nouveau progresser que légèrement (si l'on fait abstraction de l'effet ponctuel sur le revenu du travail des paiements du gouvernement fédéral résultant du règlement sur la parité salariale).

L'appréciation qu'a enregistrée le dollar canadien depuis le début de 1999 devrait contribuer à contenir l'inflation en 2000.

L'appréciation qu'a enregistrée le dollar canadien depuis le début de 1999 devrait contribuer à contenir l'inflation.

Les autres indicateurs des pressions inflationnistes

Grâce à des ventes records, la hausse sur douze mois du prix de revente des maisons existantes (selon l'indice de Royal LePage) s'est accélérée en 1999, atteignant 6,1 % au quatrième trimestre. Bien qu'encore modérée au mois de février, à 2,1 %, l'augmentation sur douze mois du prix des maisons neuves s'est aussi nettement raffermie depuis l'automne dernier par suite de l'accroissement du coût des matériaux de construction. L'évolution de ces indicateurs ainsi que la baisse du taux d'inoccupation des appartements témoignent de l'apparition de tensions sur le marché du logement.

Les indicateurs de la monnaie et du crédit

La croissance de la monnaie au sens étroit s'est accélérée, signe de la vigueur de l'économie...

La croissance des agrégats monétaires au sens étroit s'est accélérée depuis novembre (Graphique 16)[4]. Ces agrégats s'étant avérés par le passé des indicateurs fiables de l'évolution du PIB réel, la vigueur qu'ils affichent semble attester la présence d'une forte tendance à la hausse de la dépense globale (Graphique 17). Ainsi, leur progression récente donne à penser que le PIB réel augmentera à un rythme de 4 à 5 % pendant le premier semestre de 2000. Cette estimation s'appuie sur l'opinion selon laquelle une partie de l'accroissement des dépôts détenus chez les courtiers en

Graphique 16

Croissance de la masse monétaire au sens étroit

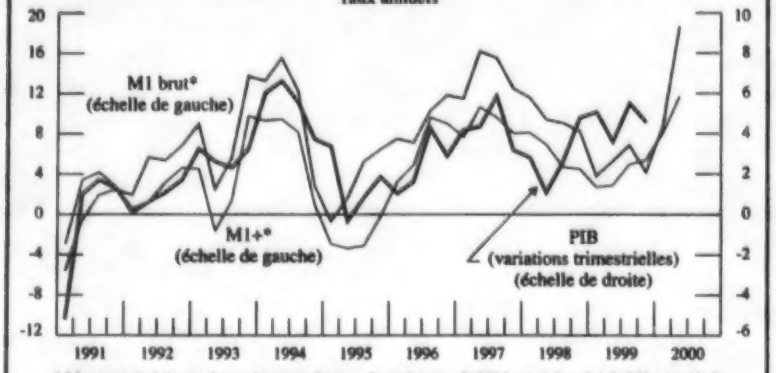
Taux de variation sur douze mois

4. Pour de plus amples renseignements sur l'évolution des agrégats monétaires en 1999, voir l'article de Joseph Atta-Mensah dans la livraison du printemps 2000 de la *Revue de la Banque du Canada*.

Graphique 17

Taux de croissance du PIB réel, de M1 brut réel et de M1+

Taux annuels



* Moyenne mobile sur deux trimestres du taux de croissance de M1 brut et de celui de M1+ (corrigés par l'indice de référence); chiffres du trimestre précédant le trimestre considéré

valeurs mobilières, lequel a récemment stimulé la progression des agrégats monétaires au sens étroit, ne se traduira pas par une croissance plus vigoureuse du PIB réel.

... et de l'apparition possible de pressions inflationnistes.

Bien que l'on ne s'attende pas à ce que l'expansion de la monnaie au sens étroit se poursuive à un rythme aussi rapide que celui qu'elle affichait récemment, l'accélération actuelle de l'expansion monétaire laisse croire que l'inflation mesurée par l'indice de référence pourrait se situer l'an prochain dans la moitié supérieure de la fourchette visée par la Banque.

Un autre indicateur de la tendance de l'inflation est l'agrégat au sens très large M2++. Même si elle s'est accélérée quelque peu au second semestre de 1999, la croissance de cet agrégat suit depuis plusieurs années un sentier d'évolution relativement stable, qui, sur la foi des relations observées dans le passé, cadre avec le maintien de l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible de 1 à 3 % (Graphique 18). Ainsi, pendant les années 1990, la monnaie au sens large a souvent crû à des taux similaires ou même supérieurs aux taux actuels sans que cela n'engendre de répercussions inflationnistes.

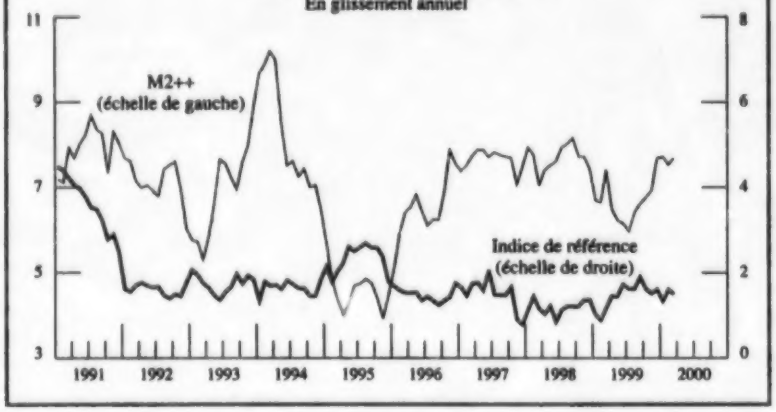
Les crédits aux ménages connaissent une expansion soutenue, tandis que les entreprises n'ont pas pour le moment de gros besoins de financement externe.

Les crédits accordés aux ménages et aux entreprises ont affiché des profils divergents. Depuis quelques années, les crédits aux ménages connaissent une expansion soutenue se situant aux alentours de 6 à 7 %. À l'inverse, la croissance du financement octroyé aux entreprises a accusé un recul en 1998 et en 1999, passant de plus de 10 % à environ 5 %. Bien que le volume des investissements soit élevé, les entreprises disposent d'un financement important qui provient de leurs bénéfices non répartis, ce qui explique la faible demande de financement externe.

Graphique 18

Taux d'inflation selon l'indice de référence et taux de croissance de la monnaie au sens large

En glissement annuel



Le comportement des agrégats de la monnaie et du crédit laisse donc supposer une offre abondante de liquidités qui, pour le moment, peut s'avérer appropriée, mais qu'il faudra suivre de très près dans la période à venir.

Les prévisions relatives à l'inflation

Dans l'ensemble, on s'attend à ce que deux facteurs fondamentaux poussent à la hausse l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours des dix-huit prochains mois. D'une part, le taux d'inflation attendu à long terme est de près de 2 %, soit environ 0,5 % au-dessus du niveau actuel de l'inflation mesurée par cet indice. D'autre part, comme la croissance de la production devrait s'établir entre 4 et 4,5 % en 2000, on prévoit qu'une demande excédentaire commencera à exercer des pressions sur le marché des biens et sur celui du travail. Toutefois, les facteurs susceptibles de faire augmenter l'indice de référence seront atténués par l'appréciation récente du dollar canadien, qui a une influence à la baisse sur les prix des importations, et par le niveau modeste des hausses prévues des coûts unitaires de main-d'œuvre.

En définitive, étant donné que certaines pressions commenceront à se manifester cette année du côté de la demande, la Banque estime que l'inflation mesurée par l'indice de référence augmentera graduellement pour se rapprocher du point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation. Comme il a déjà été mentionné, pour que l'inflation mesurée par l'indice de référence demeure près du point médian en 2001, une certaine décélération de la croissance de la demande globale au Canada par rapport à celle de la production potentielle sera nécessaire.

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global diminue pour se rapprocher de celle mesurée par l'indice de référence.

On prévoit que le taux d'augmentation de l'IPC global descendra près de celui de l'indice de référence, mais la vitesse à laquelle cela se fera dépendra en grande partie de l'évolution des cours du pétrole brut. Si ces derniers continuent d'avoisiner 25 $ É.-U., le taux d'accroissement de l'IPC devrait commencer à se rapprocher de celui de l'indice de référence durant le deuxième trimestre de l'année.

5. Conclusions

Au cours des six derniers mois, la tenue de l'économie canadienne a dépassé les attentes. La croissance de la demande globale, de la production et de l'emploi a été plus rapide que prévu, alors que l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée faible, s'établissant en deçà des niveaux projetés. Cette combinaison de facteurs a amené la Banque à conclure, d'une part, que la capacité de production de l'économie canadienne était supérieure à la fin de 1999 à ce que laissaient supposer les estimations obtenues à l'aide des techniques usuelles et, d'autre part, que l'économie n'affichait pas encore de demande excédentaire.

Il n'en demeure pas moins que le rythme robuste de l'expansion pendant le deuxième semestre de 1999 et au début de 2000 a donné lieu à une absorption rapide des capacités inutilisées au sein de l'économie et que des signes de pressions sur l'appareil de production ont commencé à se manifester.

Compte tenu du dynamisme de la demande, la Banque a révisé à la hausse ses prévisions relatives au taux de croissance et s'attend maintenant à ce que celui-ci se situe à l'intérieur d'une plage de 4 à 4,5 % en 2000. Un tel essor entraînerait une intensification des pressions sur la capacité de l'économie, qui devrait à son tour faire monter l'inflation mesurée par l'indice de référence près du point médian de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque. Pour que l'inflation mesurée par cet indice demeure stable et se maintienne aux alentours de 2 % en 2001, le rythme global de l'expansion économique au Canada devra se ralentir ou alors la croissance de la productivité et de la capacité de production, s'accélérer.

Les principaux risques qui pèsent sur ces prévisions sont la possibilité que la demande globale de biens et services canadiens soit plus vigoureuse que prévu tant aux États-Unis qu'au pays et celle que les pressions inflationnistes s'accentuent chez notre voisin du sud. Il se peut que la capacité de production de l'économie canadienne soit supérieure aux projections de la Banque, mais celle-ci hésite à tabler sur un taux de croissance durablement plus élevé de la production potentielle.

Le défi qui se posera aux autorités monétaires sera d'évaluer avec soin où se situe l'équilibre entre l'offre et la demande globales dans ce contexte de forte croissance et de niveaux élevés d'activité et de modifier en temps opportun les conditions monétaires de façon à ce que la tendance de l'inflation se maintienne au bas niveau qui s'est avéré bénéfique à l'économie canadienne.

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Gordon Thiessen, Malcolm Knight, Charles Freedman, Paul Jenkins, Tim Noël, Sheryl Kennedy et Pierre Duguay.

BIBLIOGRAPHIE

Atta-Mensah, J. (2000). « L'évolution récente des agrégats monétaires et son incidence », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 3-11.

Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada*, mars, p. 3-21.

_____ (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3-23.

_____ (1993-1994). « Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 85-86.

_____ (1998). « Prolongation de l'application des cibles de maîtrise de l'inflation », communiqué diffusé le 24 février et reproduit dans la *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 85-87.

_____ (1999-2000). « L'évolution récente : une mise à jour de l'analyse présentée dans le *Rapport sur la politique monétaire* », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 3-16.

Canada, ministère des Finances (1999). *Mise à jour économique et financière*, 2 novembre.

Canada, Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.

Conference Board du Canada (1999). *Compensation Planning Outlook 2000*.

_____ (2000). *Indice de confiance des entreprises*, printemps.

_____ (2000). *Indice des attitudes des consommateurs*, printemps.

Consensus Economics Inc. (1991-2000). *Consensus Forecasts*, divers numéros.

Fonds monétaire international (2000). *Perspectives de l'économie mondiale*, Washington (D. C.), à paraître en mai.

Kuszczak, J. et R. Dion (1997-1998). « Quelques projections à long terme concernant la croissance de la production potentielle », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 43-59.

Maclean, D. (1996). « La croissance de la productivité dans le secteur des services commerciaux », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 3-18.